全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汇添富基金·世界资本经典译丛



上海财经大学出版社

——聪明投资者的新策略



[美] 约翰·C. 鲍格尔（John C. Bogle）著

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汇添富基金·世界资本经典译丛

共同基金必胜法则

——聪明投资者的新策略

[美] 约翰·C. 鲍格尔 (John C. Bogle) 著

柳永明 李良松 余李平 译

上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图字:09-2007-324 号

Common Sense on Mutual Funds: New Imperatives for the Intelligent Investor

John C. Bogle

Copyright © 1999 by John c. Bogle.

All Rights Reserved. This translation published under license.

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning or otherwise, except as permitted under Sections 107 or 108 of the 1976 United States Copyright Act, without the prior written permission of the Publisher.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS PRESS, Copyright © 2008.

2008 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

版权所有　翻版必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇添富基金·世界资本经典译丛
编辑委员会

编委会主任	丛树海
编委会执行主任	张 晖　于东升
编 委	黄 磊　袁 敏 韩贤旺　钱 慧 于凌波　刘劲文 魏小君　王 波 曹翊君　郭 君 金德环　田晓军 柳永明　骆玉鼎 周继忠　崔世春
策 划	黄 磊　于凌波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总 序

“世有非常之功，必待非常之人。”中国正在经历一个前所未有的投资大时代，无数投资者渴望着有机会感悟和学习顶尖投资大师的智慧。

有史以来最伟大的投资家，素有“股神”之称的巴菲特有句名言：成功的捷径是与成功者为伍！（It's simple to be a winner，work with winners！）

向成功者学习是成功的捷径，向投资大师学习则是投资成功的捷径。

巴菲特原来做了十年股票，当初的他也曾经到处打听消息，进行技术分析，买进卖出做短线，可结果却业绩平平。后来他学习了格雷厄姆的价值投资策略之后，投资业绩很快有了明显改善，他由衷地感叹道：“在大师门下学习几个小时的效果，远远胜过我自己过去十年里自以为是的天真思考。”

巴菲特不但学习了格雷厄姆的投资策略，还进一步吸收了费雪的投资策略，将二者完美地融合在一起。他称自己是“85%的格雷厄姆和15%的费雪”，他认为这正是自己成功的原因：“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。”

可见，要想投资成功很简单，那就是：向成功的投资人学投资，而且要向尽可能多的杰出投资专家学投资。

源于这个想法，汇添富基金管理有限公司携手上海财经大学出版社，共同推出这套“汇添富基金·世界资本经典译丛”。开卷有益，本套丛书上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及1644年的华尔街，时间跨度长达300余年，汇添富基金希望能够借此套丛书，向您展示投资专家的大师风采，让您领略投资世界中的卓绝风景。

在本套丛书的第一辑、第二辑里，我们为您奉献了**《伦巴第街》**、**《攻守兼备》**、**《价值平均策略》**、**《浮华时代》**、**《忠告》**、**《尖峰时刻》**、**《战胜标准普尔》**、**《伟大的事业》**、**《投资存亡战》**、**《黄金简史》**、**《华尔街的扑克牌》**、**《标准普尔选股指南》**、**《华尔街五十年》**、**《戈尔康达往事》**、**《铁血并购》**、**《先知先觉》**等16本讲述国外金融市场历史风云与投资大师深邃睿智的经典之作。而在此次推出的第三辑中，我们还将向您推荐6本同样具有震撼阅读效应的经典投资著作。

漫漫财富路，智慧最可贵。本辑丛书为广大投资者准备了一席精彩纷呈的投资智慧大餐。其中的**《共同基金必胜法则——聪明投资者的新策略》**一书作者约翰·C. 鲍格尔通过援引潘恩和格雷厄姆的著作，向人们说明了一个简单的道理：在长期内，要想获得最大可能的市场收益率，就必须降低买入和持有基金的成本。而基民要做的，就是购买运行成本低、没有或很少有佣金的基金，尤其是低成本的指数基金，然后持有尽可能长的一段时间。本书最大的启示就是投资者财富的变化与管理其财富的共同基金的治理结构是分不开的。共同基金的治理结构对个人投资者财富的影响的深刻见解是本书的最大卖点。**《智慧——菲利普·凯睿的投机艺术》**则涵盖了20世纪初在经济繁荣和经济萧条形势下的明智投资行为，汇聚了菲利普·凯睿投机型投资艺术理念的精髓，深入剖析了影响股价起落涨跌的各种因素，向投资者提出了恳切的忠告。作为传世之作，它属于历史，更属于当今经济形势下的股市投资者。阅读本书将是一个赢得智慧的过程，更是一个获得享受的过程。而**《投资游戏——一位散户的投资之旅》**一书记叙了作者约翰·罗斯查尔德亲身经历的、为时一年的一次投资之旅。作者以一个普通投资者的视角、尖锐而诙谐的笔触，深入而幽默地描写了散户投资者在追求财富时所遭遇的困境，从股本的筹集到股票的选择，从见识分析师和买方到对股票经纪人的认识，从如何预测到内幕消息的利用，内容涉及整个投资世界，包括其中的人物、机构、习俗和传说。

本辑丛书还继续为读者展示华尔街数百年来的传奇往事，演绎一代金融大亨的并购风云，解读应对熊市危机的生存法则。**《华尔街传奇》**由弗雷德里克·希尔和约翰·穆迪两位作者合作完成。本书上篇“华尔街故事”主要介绍从1644年至第一次世界大战的近300年间，华尔街如何从最初



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一处牲口围栏演变成了世界的金融心脏，内容涉及美国历史上众多著名事件，譬如为争取出版自由的战斗，《独立宣言》的产生，独立革命的序幕，美国定都，华尔街由政治家的学校中心走向世界瞩目的经济中心，等等。下篇"资本大亨"主要刻画了在华尔街演变为世界金融中心的过程中几个资本大亨如何运筹帷幄、叱咤风云的传奇故事，譬如摩根财团的崛起，钢铁大亨的诞生，巨额融资的顶峰，华尔街与第一次世界大战的关系，等等。《**孤注一掷——罗伯特·康波并购风云录**》则生动地描绘了美国20世纪80年代的全国性并购热潮——新一代无所畏惧的企业家空手套白狼，以几乎不掏自己分文的方式赚到了数不尽的财富。加拿大房地产开发商罗伯特·康波借贷110亿美元先后收购了美国两大零售业百货公司——联盟百货和联邦百货，这一以小搏大的壮举使他从初至华尔街的无名小辈摇身变为美国顶级投行和经纪商趋之若鹜的"卓越价值客户"！并购产生的巨额佣金和贷款利息诱使经纪商和投行一步步陷入重复借贷的深渊，甚至不惜押上自己的所有资本。先凭借过度杠杆融资，再以出售被收购公司资产还债，最终导致原来运营良好的公司破产，康波并购案对零售业、垃圾债券市场等的负面影响远远超过大多数人的想象。该书最早于1991年出版，并于1992年、2000年再版。《**大熊市——危机市场生存与盈利法则**》一书对世界上历次不稳定的处于转折的危机市场进行了独特、深刻的解读，提供了关于在价格调整时如何获利（或至少减少损失）的建议。通过美国著名金融类畅销书作家罗斯查尔德诙谐、睿智的笔触，19世纪以来美国股市几次从空头转向多头的历史经验跃然纸上，相信所有的投资者，无论是新手还是专业人士，都会从中得到解读危机市场的丝丝线索。

投资者也许会问：我们向投资大师、投资历史学习投资真知后，如何在中国股市实践应用大师们的价值投资理念？

事实永远胜于雄辩。中国基金行业从创立至今始终坚持和实践价值投资与有效风险控制策略，相信我们十年来的追求探索已经在一定程度上回答了这个问题：

首先，中国基金行业成立十年来的投资业绩充分表明，在中国股市运用价值投资策略同样是非常有效的，同样能够显著地战胜市场。几年来我们旗下基金的优秀业绩，就是最好的证明之一。价值投资最基本的安全边际原则是永恒不变的，坚守价值投资，肯定会有良好的长期回报。

其次，我们的经历还表明，在中国股市运用价值投资策略，必须结合中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国股市以及中国上市公司的实际情况，做到理论与实际相结合，勇于创新。事实上，作为价值型基金经理人的彼得·林奇，也是在反思传统价值投资分析方法的基础上，推陈出新，才取得了超越前人的业绩的。

最后，有一点需要强调的是，我们比巴菲特、彼得·林奇等人更加幸运的是，我们有中国经济持续快速稳定发展这样一个良好的大环境，我们有一个经过改革后基本面发生巨大变化的证券市场，我们有一批成长非常快速的优秀上市公司，这将使我们拥有更多、更好的投资机会。

我们有理由坚信，只要坚持基于深入基本面分析的价值投资理念，不断积累经验和总结教训，不断完善和提高自己，中国基金行业必将能为投资者创造长期稳定的较好的投资回报。

“他山之石，可以攻玉。”十余年前，当我在上海财经大学读书的时候，也曾经阅读过大量海外经典投资书籍，获益匪浅。今天，我们和上海财经大学出版社一起，精挑细选了上述这些书籍，力求使投资者能够对一个多世纪的西方资本市场发展窥斑见豹，有所感悟；而其中的正反两方面的经验与教训，亦可为我所鉴，或成为成功投资的指南，或成为风险教育的反面教材。

“冬天已经到了，春天还会远吗。”本辑资本经典译丛出版之际，国内证券市场正经历着自 2007 年底以来牛熊转换的剧烈阵痛。冬寒刺骨，阴风凛冽，投资者信心严重受挫。“天涯也有江南信，梅破知春近。”相信本辑丛书的顺利推出，将会为投资者带来严冬之际的缕缕馨香和点点春意。面对熊市，投资信心与智慧不可或缺，须知熊市肆虐之时，牛市亦非久远矣。

“辉煌源于价值，艰巨在于漫长。”对于投资者来说，注重投资内在价值，精心挑选稳健的投资品种，进行长期投资，将会比花心思去预测市场走向、揣测指数高低更为务实和有意义得多。当今中国正处在一个高速发展的黄金时期，站在东方大国崛起的高度，不妨看淡指数，让自己的心态从容超越股市指数的短期涨跌，让我们一起从容分享中国资本市场的美好未来。在此，汇添富基金期待着与广大投资者一起，伴随着中国证券市场和中国基金业的不断发展，迎来更加辉煌灿烂的明天！



张 晖
汇添富基金管理有限公司投资总监
2008 年 12 月 28 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对《共同基金必胜法则》的褒扬

来自货币管理者的评价

“令人信服、非常中肯而切中时弊”——这是每个投资者必读的书籍。通过持续不断的改革，鲍格尔为美国的投资者提供了更好的服务。本书绝对精彩，尤其是第四部分“基金管理”，我希望新闻界和证券交易委员会读后会有所触动。

——沃伦·E. 巴菲特

约翰·鲍格尔是投资界最伟大的先驱之一。在本书中，他与我们分享自己的知识、经验和判断，使我们能够成为更好的投资者，最后充满哲理的几章能够让我们成为更优秀的人。

——拜仁·R. 韦恩
摩根斯坦利首席投资策略师

我的好友约翰·鲍格尔又一次给投资者提供了通向成功的路线图。他的投资要诀是清晰、简洁以及最重要的理性。实际上，通过大量的证明，他正确地向投资者建议，应基于一些简单的原则制定投资计划，并予以必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要的坚持，而不为暂时的因素所困扰。我们都知道，第一部分比第二部分要容易，为了让大家明白这一点，鲍格尔恰当地分析了一些流行的趋势和态度，这些趋势和态度对投资者的利益可能是有害的，对此我们都应加以关注。

——阿瑟·赛克尔
美林资产管理公司主席

鲍格尔以他特有的直率和富有洞察力的写作手法，拨开了行话虚构的迷雾，向每个投资者，不论其经验水平的高低，清晰地阐明了其必须面对的中心问题。

——马丁·L. 莱布威茨
美国教师退休基金会副主席和首席投资官

公允价格的常识总是鲍格尔的杰作，这本书也不例外。第二章“收益的本质——奥卡姆剃刀”尤为突出。

——威廉·格鲁斯
太平洋投资管理公司执行董事

来自学术界的评价

巴菲特不能教会我们如何成为一个沃伦·巴菲特，鲍格尔这些详尽的教诲能使千百万普通储蓄者在 20 年里变成邻居羡慕的对象。同时，在这样一个多事之秋，还可以使我们高枕无忧。

——保罗·A. 萨缪尔森
麻省理工学院经济系



鲍格尔的新作正确地指出，目前的股票涨势是不能永久维持的，从而使投资者关注在长期中真正可能的收益。一旦市场恢复正常，过多的费用使投资者代价不菲。鲍格尔的洞察力确实是成功投资不可或缺的因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书简直不可思议，甚至比《鲍格尔漫谈共同基金》都要好。

——杰雷米·J. 西格尔
《股史风云话投资》的作者
宾夕法尼亚大学沃顿商学院金融系

这个为美国公众创造出指数基金和一系列低成本的、消费者导向型共同基金的人，现在又把他在投资管理业半个世纪的智慧和判断奉献给我们。《共同基金必胜法则》是从初学者到投资组合经理等所有投资者的必备读物。

——伯顿·G. 麦基尔
《漫步华尔街》的作者
普林斯顿大学经济系

《共同基金必胜法则》包含了很多有关金融市场本质、投资收益和共同基金的、极具洞察力但有时也存在争议的见解。整体而言，它们给投资者提供了可靠的低成本的投资哲学。

——杰伊·O. 莱特
哈佛大学商学院教授

来自金融界的评价

约翰·鲍格尔的才智、性格和表现都高人一筹，对货币管理者来说，他本人就是一个极有能力的典范，是同时代人中的佼佼者。他也是一个投资天才，能挑战传统观念并证明对他的批评是错误的。《共同基金必胜法则》就表现了作者的智慧。这本书充满了他成功地创立先锋基金时所使用的极富价值的长期投资策略。这本书是对投资感兴趣的人的必备读物。

——霍恩·威廉·H. 西蒙
美国前任财政部长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《共同基金必胜法则》是华尔街一个顶尖基金经理长期思考和经验的总结。约翰·鲍格尔通过援引托马斯·潘恩和本杰明·格雷厄姆的著作，不仅为增加投资者的收益，而且为改善整个基金业描绘了一个极具逻辑的蓝图。这不仅是鲍格尔至今最好的一本书，也是共同基金业最好的一本书。每个基金投资者、执行官和基金管理者都要读这本书。鲍格尔，为你喝彩！

——道·菲利普斯
晨星公司总裁和首席执行官

约翰·鲍格尔仍然认为对投资者坦诚、在投资中忠诚，以及低成本是至关重要的。谢天谢地，谢谢你，鲍格尔，你是无比正确的。

——查尔斯·D. 埃里斯
《摆脱永远的输家——成功投资终极策略》的作者

这是一本任何个人投资者和专业投资者都不应该错过的好书。约翰·鲍格尔带领我们穿过投资世界的地雷阵，告诉我们投资是什么，并指导我们作为一个投资者或者专业人员如何获得成功。《共同基金必胜法则》这本富有思想和启迪性的著作将使很多人关注股票、债券和全球基金的危机与避风港。

——富兰克·J. 法博奇
富兰克·法博奇公司主席

《共同基金必胜法则》阐述了如何在长期最大限度地提高收益。鲍格尔从税收、成本和其他共同基金的重要方面都给出了可行的建议，本书是共同基金投资者的必备读物。

——迈克尔·布隆伯格
彭博公司的创立者兼首席执行官



来自媒体的评价

我作为一个投资者的成功，可以追溯到遇到约翰·鲍格尔并学习指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金的那一天。如果你想在市场上做得更好，并真正理解你所做的事件情，那么就来读这本书吧。

——简·布伦特·奎恩
《新闻周刊》专栏作家
《为自己多多赚钱》的作者

在选了一生的股票之后，我不得不承认鲍格尔倡导指数基金的论断使我想要加入支持他而不是反对他的行列。鲍格尔的智慧和通俗易懂的解释使本书成为任何想在这个疯狂的股票市场投资的人不可或缺的教材。

——詹姆斯·J. 克莱默
货币经理、《华尔街日报》网站高级专栏作家

鲍格尔以他一向的清晰和坦诚写出了一本会使你更加精明和富裕的书，它将受到所有冷静的投资者的最热烈的欢迎。立刻记住他的基金投资八大法则。这将使你多赚少亏。

——泰勒·曼希森
财经记者

这是共同基金投资者的必备读物。鲍格尔不仅提供了简单有力的建议，证明常识和共同基金不是相互对立的；他也告诉我们这个行业的症结所在和改进的方法。像往常一样，这个创造指数基金的人(尽管受到其他投资管理人的嘲笑)又一次走在了时代的前列。

——布兰达·巴特纳
《华尔街日报》网站总编

甚至在“个人投资者”这个流行概念存在之前，约翰·鲍格尔就一直是服务于个人投资者的先锋。

——戴维·加德纳
彩衣弄臣公司合伙人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

献给沃尔特·L. 摩根

（1898～1998）

惠灵顿基金的创始人、共同基金业的泰斗

我在普林斯顿大学的校友、导师和朋友

他给了我第一次超越，

始终不渝保持着忠诚，

并给我坚持不懈的力量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

约翰·C. 鲍格尔的这本书与我所看过的任何一本投资书都不同，因为他讨论了其他作者都忽略了的敏感问题。我一直在思考为什么这些主题没有被其他人所关注，我想原因可能是鲍格尔的视野比其他作者要宽广，亦或许他们没有更多地关注读者最感兴趣的问题。

人们常常认为鲍格尔仅仅是一个极度关心个人投资者如何管理辛苦挣来的财富的投资专业人士。他首先是一个非常成功的商业人士，凭借多年前艰苦创业时所学习到并一直激励他的高超技能和正确决策，鲍格尔建立了一个伟大的基金帝国。因此，读者能够通过本书独特而未加掩饰的描述来了解共同基金的本质，以及共同基金对个人财富的影响。

尽管我们常常听到公司主管的长篇大论，但买卖双方的利益冲突是经济体系的必然现象。约翰·鲍格尔的目标在于，通过最小化利益冲突，建立一个以为顾客赚钱为终极目标的事业，而且这项事业能够自我维持并持续增长。这个艰巨而复杂的任务，使他能够以一种非常独到的眼光来看待竞争。本书清晰地表明了他对现状的不满。

我们必须在整个经济体系的总体框架下，把投资管理行业看作是一种具有暴利的商业活动。正因为如此，它一定会服从资本主义的铁律，即资本将流向那些预期回报最高的领域。在过去十多年间，共同基金的数量从2 710家上升到6 870家。投资经理的数量从1 260人增长到5 810人；另一方面，投资管理却违背了资本的另一个铁律，即新的竞争者会争夺市场份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

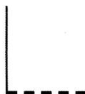
额，从而高收益吸引新资本的进入必然会降低该行业的收益率。约翰·熊彼特有一句名言，将这一过程总结为“创造性的破坏”，这就是我们这个经济体系为何如此成功，以及尽管有许多瑕疵，但它仍然还为公众所广泛接受的原因所在。

然而，在投资管理行业却从未出现这种情况，投资经理人数的增长远超过他们所服务客户的增长率。事实是，越来越多的人进入这个领域而原有投资经理的利润却丝毫未减。偶尔会有投资管理公司一成立便失败，或者一家历史悠久的公司以种种可怕的方式倒闭，但大多数投资经理人还是可以相对于自有资本赚取令其他大多数行业都羡慕的、可观的利润。

鲍格尔在怎样投资以及如何理解资本市场方面的高深见解足以成为我们阅读此书的原因。本书最大的启示就是投资者财富的变化与管理其财富的共同基金的治理结构是分不开的。共同基金的治理结构对个人投资者财富的影响的深刻见解是本书的最大卖点。本书是一笔巨大的财富，这并不是一句玩笑！

彼得·L. 伯恩斯坦
(Peter L. Bernstein)





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前 言

我写这本书有两个目的：第一，帮助读者成为更成功的投资者；第二，为共同基金行业的变革制定一份路线图。第一个目标与1993年版的《鲍格尔漫谈共同基金》是一致的。在那本书中，我提出了用共同基金建立一个合理的投资计划的常识性方法。类似的，本书也是对共同基金的关注，因为我认为对于长期投资来说，广泛分散的股票和债券组合是必需的。几乎对所有的投资者来说，共同基金是最合理有效的分散投资的方法。尽管本书的一些观点与我以前出版的一些书中有类似之处，但本书包含了最近投资业发生的重要变化。

第二个目标对我来说是一个新的研究领域。在过去的十年，强劲的金融市场使千百万的股东选择了共同基金，这个行业也热情拥抱了可能对其长期投资的成功带来威胁的一些措施。在共同基金业使人迷惑的喧嚣中，本书识别出这些不利的举措，并提出实行稳健投资的简单原则。这些投资原则形成了我呼吁行业变革的基础。如果共同基金还想成为美国家庭的投资选择，改革势在必行。

是投资者该思考这些问题的时候了。共同基金的持有人是一支有5 000多万人的强大阵营，是一个还在迅速增长的社会阶层。与20世纪90年代初的1万亿相比，整个行业的资产规模现在已经超过5万亿了。在金融生活中，共同基金日益占据中心地位，对大多数投资者来说，在实现诸如退休保障等类似的重要目标方面，它被寄予厚望。考虑这些问题，是决定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下个世纪基金持有人以及基金行业成就的最紧迫的需要。

这本书中的独特观点与看法，正日益受到基金投资者的认同，但至少在公开场合，其他基金的领导者很少对此加以赞同。的确，我的立场难免引起负面的反应：嫉恨而不接受、明显的怀疑、彻底的反对，甚至充满敌意的谴责。

因为我的观点在这个行业是少数派，在基金领导者中也许就是只有一个人的少数派，所以我只能依靠常识和推理让我的观点被投资大众所接受。我主要依赖对历史事实的认真分析，但历史终究只是历史，所以我不仅要解释我的投资理念在过去如何起作用，而且也要解释为什么会起作用。本书提出的投资理论在实践中之所以是成功的，仅仅是因为投资的基本常识和理性逻辑的保证。事实上，精明的投资者最终也不过就是抓住了常识和合理的推理。投资者越快意识到这一基本原则，他们通过金融证券积累财富的能力就越强。实际上，本书的副标题"聪明投资者的新策略"就是要表达我所提出这些原则的时效性，对于基金持有人来说，时间确实就是金钱。

定义"常识"

《牛津英语词典》第二版在对"常识"(Common Sense)的定义中抓住了这些原则的要领，"理性的人类天生拥有的智力禀赋……每个人与生俱来的朴素的智慧……合理可行的直觉"。纵览全书，我都在赞扬这些品质。我相信这些通俗的原因不仅说明了常识在共同基金投资中的重要作用，而且对共同基金行业的变革也颇具说服力。《牛津英语词典》也适当引用了1888年发表在伦敦《泰晤士报》上的一段话："常识是对聪明、睿智、判断力、洞察的清晰度以及明智思考的一般要求。"我相信共同基金的投资者最终也会有同样的要求，随着投资于基金的资产水平的持续增长，这也将成为投资者阶层日益紧迫的需要。

我选择《共同基金必胜法则》这个题目，不仅是为了根据前述定义强调常识的重要性，还因为"常识"是1776年一本卓越的宣传册的题目，作者托马斯·潘恩(Thomas Paine)，费城人，一位美国之父，渴望结束英国乔治三世对美国人的殖民统治，也许和其他人都不同，作者为美国大革命奠定了



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基础。四本小册子中第一本的开篇就是总结"常识",托马斯·潘恩描述了自己面临的挑战:

也许后文包含的情感仍然没有时髦到获得普遍的支持,对一个错误不假思索的长期习惯,使其具有正确的肤浅的外观,强大的呼吁首先在于维护旧制。但混乱不久会平息,导致变革的是时间而不是理性。

我对基金业的感情也是这样的,"仍然没有时髦到获得普遍的支持"。我相信,我们毫无保留地接受共同基金业的现状的强大共识很快就会消失。但我希望时间和理性将共同导致变革,常识是加速这种变革的最终力量。

因此,我要求亲爱的读者和我一起来探求成功投资共同基金和思考共同基金行业的新的途径。我提出这些观点与托马斯·潘恩提出他的观点时具有同样的感受:

在后文中,我将只给出一些简单的事实、朴素的论证和常识。读者并不需要一些预备的知识,他们只需要放弃偏见和先入为主,依靠理智和情感,就将具备或者说不会脱离人的真正本性,他的视野将超越时代。

对五部分的说明

全书分为五个不同的部分。前三个部分是大多数投资者建立共同基金组合时需要认真检验常识性原则的三个主要领域,即投资策略、投资选择和投资业绩。第一部分"投资策略"强调应该关注长期收益,对股票和债券型市场收益的本质理解,以及资产配置在投资组合中的重要作用。这部分的每章都会得出相同的结论:常识和简单化是金融投资成功的关键。第二部分"投资选择"也得出了同样的结论。第二部分将首先介绍指数基金,以及怎样在投资风格不同的股票和债券基金中选择。我也深入探讨了全球投资,强调这种策略包含的额外风险,同样我们将再次发现常识对于指导全球投资也是有用的。在讨论寻找基金"圣杯",即提供可预见的超额收益时,也有同样的结论。第三部分"投资业绩"包括一些挑战投资业现实的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冷静提醒，还包括意义深远的但很少讨论的对基金和金融市场过去收益的趋势分析，过去的收益无论高低，都将回复到长期正常水平。我也讨论了当下人们关注短期相对回报率（而非长期绝对收益）是值得质疑的问题，基金资产令人吃惊的增长所带来的负面影响，以及大多数基金低税收效率的问题。第三部分将得出有关时间的重要作用的结论：它提高收益，降低风险，但也放大了投资成本的负面影响。

许多读者会惊讶地发现在有关成功投资基金的书籍中竟然会有本书最后两部分的内容。第四部分“基金管理”是导致前面集中讨论的基金不合理收益的重要原因，这些问题确实不适合在本书进行讨论，但是共同基金行业已经改变了传统的原则，只关注市场营销而不是管理，而且以对投资者有害的方式运用着信息技术。总之一句话：基金持有人的利益没有得到很好的维护。我认为问题的根源在于共同基金的治理结构和该行业特殊的运作结构，即基金的董事们把所有的基金运作都外包给管理公司，我再次指出常识和简单化可以解决这些问题。一个选择就是重组基金业，使它能够更好地为投资者服务。值得注意的是，就算是最好的公司结构也将不可避免地反映构成公司的人的价值。在第五部分“经营哲学”中，我很冒昧地讨论了我个人在建立一个结构独特的共同基金公司过程中的企业家精神和个人经历，最后我将以一些在这个独特环境中提供服务和接受服务的人的反应来结束全书。

在进入正文之前，有些话需要提前交代。尽管我以本书开篇的几条原则整理最近的材料，力图使本书读起来更加连贯，但我的目标是想让每章成为自由独立的专题。因此，有时必须要重复一些命题和统计数字。我希望这些重复为读者研究某一问题时所提供的便利要大于因为内容重复所带来的麻烦，毕竟读者的兴趣和时间是有限的。本书中的部分内容，一些读者可能熟悉，因为这些主题可能在我的演讲以及一些期刊中先期出现过，但现在更加完善。然而大多数内容都是第一次出现的。



回归常识

尽管我接下来将要讨论的常识性的投资原则和常识性的基金治理结构原则，如同托马斯·潘恩认为的“仍然没有时髦到获得人们的普遍支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持”，但我希望读者不要退步到“维持旧制的呼吁”中，潘恩出自常识的热情论断，最终符合殖民地人民的需要，接着就发生了美国革命战争。因此，我希望我这种常识性的论断会很快满足共同基金投资者的需要。

本书将证明，共同基金投资者受到劣质服务和不公正的待遇，与他们的先祖们受到英国的专政暴行没有本质的差异。基金行业流行着基金经理征收的高费率，这种不正当的横征暴敛，受到基金董事们的纵容，他们默许有碍效率的管理政策和过高的收费，没有考虑到此举对基金持有人收益的负面影响。基金持有人就像殖民地居民一样，应该自治。

就像托马斯·潘恩指出的那样，“不受监督的国王是千万不能相信的……对绝对权力的渴望是君主政体的自然疾病。”共同基金管理公司在管理基金持有人的投资时，似乎获得了国王般的权力。如果说 18 世纪英国贵族同意国王的每一个幻想，基金董事不也一样吗？我并不责怪基金管理公司关注自身利益，尽管事实上基金持有人拥有共同基金，但在基金持有人利益和公司利益的取舍方面，并没有有效的独立监督和平衡机制。就像美国的任何其他公司一样，股东应该控制所有的方面。

原则与实践

共同基金的投资者应该要求其所拥有的基金遵守本书前三章所阐述的可靠的投资原则和实践。基金行业的公司结构抛弃了这些投资原则和实践，因此，基金投资者应该要求共同基金变更组织结构来修复现存的所有权与控制权之间的分歧。我试图以常识的方式来推理这些事情，目的就是希望投资者委托给共同基金的资产的收益能够有所提高。

你可能没太注意托马斯·潘恩的最后几句话。当你思考本书中讨论的一些重要问题时，无疑可能会对此感到陌生并且认为很难实现。对潘恩来说同样如此，他在 1776 年的第四本宣传册以下面这段话对“常识”进行了总结：

这些事情最初看上去有些奇怪和困难，但正如我们已经历的其他事务一样，不久之后就会变得熟悉和可以接受。在宣布独立之前，美洲大陆就像一个天天都被恼人事务缠身的人，虽然知道必须要结束这种情况，但就是不能痛下决心，总是处于对其必要性的思考之中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我不存在任何幻想，我知道它注定不容易，并且在我有生之年不会彻底实现。但我想用托马斯·潘恩写于乔治·华盛顿将军的军队在1777～1778年那个寒冷的冬天露营于福奇谷，准备痛击英军的前一年的话来提醒你："这是考验人类灵魂的时代……人们开始畏缩不前，但他决心已定，受到正义的感召，至死追求原则……暴政，像地狱一样，不容易攻克，然而斗争越激烈，胜利才越光荣！"

约翰·C. 鲍格尔
(John C. Bogle)
于宾夕法尼亚州福奇谷
1999年2月





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致 谢

感谢所有为本书作过贡献的人，这不是一项简单的任务。从有助于我思考投资的作者开始，首先是保罗·萨缪尔森博士，我1948年去普林斯顿大学时，读过他的教科书；其次（基本上是按照我阅读的顺序）分别是亚当·斯密、约翰·梅纳德·凯恩斯、查尔斯·埃里斯、威廉·夏普博士、彼得·伯恩斯坦、沃伦·巴菲特、阿瑟·泽克尔、拜伦·韦恩和杰雷米·西格尔。

如果说这些人的思想比较好地帮助我形成了本书的框架（尽管他们也许并不全部同意我的观点），那么其他几个人则帮我将初稿完善为我最终希望的终稿。普林斯顿大学的伯顿·麦基尔教授、《货币》（*Money*）杂志的副主编詹森·韦格（Jason Zweig），先锋基金的主要负责人克莱格·斯托克（Craig Stock）和詹姆斯·诺瑞斯（James Norris）慷慨贡献了他们宝贵的时间和真诚的评价。当然本书最终版本的所有责任由我承担。

先锋基金资深主席助理安德鲁·克拉克（Andrew Clarke）发挥了最重要的作用，他一直及时地帮助我完成无数数据统计和图表的处理工作，参与部分编辑工作，将我潦草的手稿变成印刷工人能看清楚的字迹。安德鲁从晨星来先锋还不到两年，就已经帮助我一年了。现在他已经完成了人生的第一个考验，并已超过了我的最高期望。

安德鲁是从我以前的助手沃特·莱因哈特（Walter Lenhard）手中接班的，莱因哈特花费了巨大的心思提供了本书诸多章节的数据，我非常感

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谢他。我也对先锋公司其他对本书作出贡献的人表示感谢，包括约翰·伍尔斯(John Woerth)、蒙太默·巴克莱(Mortimer Buckley)、加斯·索特(Gus Sauter)(尤其是指数基金一章)，玛丽·罗伊·肯尼迪(Mary Lowe Kennedy)以及约翰·威利公司的帕米拉·吉森(Pamela Giessen)，他在本书的写作、编辑和出版过程中起了重要作用，最后我长期的得力助手埃米莉·斯德(Emily Snyder)，表现了极大的耐心和忠诚，她做的比原来要做的多得多。

除了共同基金领域的人，我还要感谢费城哈尼曼医院的苏珊·波妮娜(Susan Brozena)领导的护理天使们，我刚刚在三年前接受心脏移植手术，这简直是一个奇迹。没有这个手术，这本书不可能存在。我最大的愿望就是以我第二次生命的余热为美国共同基金的投资者服务。

最后，我要深深地感谢我的爱妻——伊芙(Eve)，在我完成本书之前，她忍受了无数煎熬的时刻，她总是希望我在经历了近半个世纪共同基金业的风吹雨打后，能够渐渐放慢工作节奏。尽管现在还没有到休息的时候，不过我答应她绝不给自己的下本书设定最后期限了。

约翰·C. 鲍格尔



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

共同基金必胜法则：聪明投资者的新策略/(美)鲍格尔(Bogle,J. C.)著；柳永明，李良松，余李平译．—上海：上海财经大学出版社，2008.12
(世界资本经典译丛)
书名原文：Common Sense on Mutual Funds：New Imperatives for the Intelligent Investor
ISBN 978-7-5642-0378-8/F・0378

Ⅰ.共… Ⅱ.①鲍… ②柳… ③李… ④余… Ⅲ.基金-投资-基本知识 Ⅳ.F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 175248 号

□ 责任编辑 李成军
□ 封面设计 钱宇辰
□ 版式设计 孙国义

GONGTONG JIJIN BISHENG FAZE
共 同 基 金 必 胜 法 则

[美] 约翰・C. 鲍格尔 (John C. Bogle) 著
柳永明 李良松 余李平 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)
网 址：http://www.sufep.com
电子邮箱：webmaster @ sufep.com
全国新华书店经销
上海市印刷七厂印刷
上海远大印务发展有限公司装订
2008 年 12 月第 1 版 2008 年 12 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 25.75 印张(插页：2) 421 千字
印数：0 001－4 000 定价：42.00 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

总序 …… 1

序 …… 1

前言 …… 1

致谢 …… 1

第一部分 投资策略

第一章 长期投资
——强斯与他的花园 …… 3
第二章 收益的本质
——奥卡姆剃刀 …… 28
第三章 资产配置
——业绩归属之谜 …… 48
第四章 简单化原则
——如何达到你应有的状态 …… 69

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分 投资选择

第五章 指数化
——经验战胜希望 …… 91
第六章 投资风格
——井字游戏 …… 119
第七章 债券投资
——逐渐消亡 …… 134
第八章 全球投资
——钻石之邦 …… 153
第九章 选择优质基金
——寻找圣杯 …… 169

第三部分 投资业绩

第十章 均值回复
——华尔街上的牛顿定律 …… 187
第十一章 投资相对主义
——幸福还是痛苦 …… 203
第十二章 资产规模
——成功是最大的失败 …… 214
第十三章 税收的影响
——视差的启示 …… 231
第十四章 时间问题
——第四维，魔法还是暴政 …… 250



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四部分　基金管理

第十五章　投资原则

——重要的原则一定不是易变的 …… 267

第十六章　基金销售

——信息即媒介 …… 280

第十七章　现代科技

——有什么用呢 …… 293

第十八章　基金董事

——一仆事二主 …… 303

第十九章　治理结构

——策略需要 …… 315

第五部分　经营哲学

第二十章　企业家精神

——创业的快乐 …… 337

第二十一章　领导力

——目的意识 …… 346

第二十二章　以人为本

——客户与员工 …… 358

后　记 …… 368

附录一　对 1999 年以来股票市场的思考 …… 371

附录二　补充数据 …… 377

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分　投资策略



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资策略是投资者应该考虑的第一要务。起初，投资表达了一种信任，是一种推迟现在消费并为未来储蓄的意愿。长期投资对投资者获得最优收益至关重要。不幸的是，大多数共同基金经理和持有人都没有遵守长期投资的基本原则——避免频繁地变动投资组合，选择管理良好的基金来作为一项终身投资。

为强调长期投资的优越性，我不仅考察了美国股票和债券市场上特有的历史收益和风险，以及那些收益的来源：(1)基本面收益，来自公司盈余和股利；(2)投机性收益，表现为市场价值的大幅波动。前者在长期来看是可靠和稳定的；第二个来源具有临时性和间歇性。这些历史经验对于理解投资是至关重要的。

对收益和风险的这些讨论是分析资产配置的前提，实际上，现在所有睿智的观察者都承认资产配置目前是投资者实现长期投资回报的一个最重要的决定因素。最后，我还要分析一个悖论：在这个空前复杂的时代，简单化原则是最好的投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章　长期投资

——强斯与他的花园

投资是一种信任活动，我们将资产托付给公司代理，与其合作是因为相信，或者至少希望，他们的劳动能够使我们的投资产生高收益。在我们购买美国的公司股票和债券时，我们对美国经济的长期繁荣和金融市场的持续运转充满信心。

当我们投资于共同基金时，我们表现出对职业基金经理的信任，相信他们能谨慎管理我们所托付的资产。我们同样意识到了投资在大量股票和债券上的分散化投资的价值。一个分散的投资组合将风险转移到股票和债券市场的层面上，从而将持有单个证券的风险最小化。

美国人对投资的信心一直起起伏伏，受牛市激发，由熊市而变得心灰意冷，但一直没有破灭。经过经济大萧条、两次世界大战，以及一些使人身心疲惫的改变，如经济的繁荣和破产、通货的膨胀与紧缩、商品价格的冲击、信息技术的革命以及金融市场的全球化等，我们对投资的信心依然存在。最近这些年来，我们的信心因 1982 年以来股票市场的牛市有所提高——或许过头了，但还在不断加速，也没有较大的中断，这种情况一直延续到 20 世纪末。在新千年临近的时候，我们对股票的信心已空前高涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

花匠强斯、花园与长期投资

会不会有一些不可预料的经济冲击触发一场严重的经济萧条，以至于摧毁我们对投资的信心呢？很可能有。过度地相信风平浪静的海面会让我们忽略暴风雨将要来临的危险。历史上充满了这样的片段：狂热的投资者将股价推到甚至超出合理水平的价位而掉进投机的漩涡，导致不可估量的损失和惨痛的失败。投资几乎没有确定性。然而作为长期投资者，就不能被未来灾难发生的可能吓倒，没有风险就没有收益。

风险的代名词是机会。在当今这样一个浮躁奢侈、快速变化的复杂世界中，花匠强斯(Chance)的故事对长期投资者不无启发。花园里的四季相当于经济和金融市场的周期。我们可以仿效花匠强斯的理念，通过对过去的行为模式的总结来预测将来可能出现的结果。

强斯是一个从小住在一幢豪宅的单间里的中年人，他与世隔绝。强斯有两个消磨时间的爱好：看电视和打理房外的花园。豪宅主人去世后，强斯走出了豪宅，生平第一次踏入外面的世界。他被一个很有权势的工业家的豪华轿车撞倒，那个人正好是总统的顾问。当他被送到这个工业家的家里进行医治的时候，他说自己是花匠强斯(Chance the gardener)，但由于混乱，他的名字马上就被误认为是钱西·加德纳(Chauncey Gardiner)。

总统前来拜访这个工业家的时候，康复中的强斯也获邀忝陪末座。当时正值经济衰退，美国的蓝筹股公司业绩不佳，股票市场濒临崩溃。总统意外地向强斯征询建议。

强斯感到很不自然，他觉得自己的思维就像被什么人连根从土地里拔起，用力搅成一团扔到了不友好的氛围中。他盯着地毯，最后说："在一个花园里，生长遵循季节的变换，在春天和夏天之后是秋天和冬天，然后又是春天和夏天。只要根基不被破坏，所有的植物都会活得很好，将来也一样。"

他慢慢地抬起眼睛，发现总统很高兴——事实上，从他的反应来看是极其欣喜的。

"我应当承认，加德纳先生，这么长时间以来，这是我听到的最令人振奋和最乐观的话。我们中很多人忘记了自然和社会是不可分割



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一个整体。就像大自然一样，从长远来看，我们的经济体系依然稳固和理性，这就是为何我们不必害怕它正处在低谷的原因……我们坦然接受大自然不可避免的季节更替，却对经济中的'季节变化'感到心烦意乱，是多么愚蠢啊！"

这不是我编的故事，是杰西·科辛斯基(Jerzy Kosinski)的小说《妙人奇迹》[1](*Being There*)前几章的一个简单概括。根据这部小说改编而成的电影是笑匠彼得·塞勒斯(Peter Sellers)主演的最令人难忘的作品。就像强斯一样，我基本上属于乐观派。我认为我们的经济是健康、稳定的。诚然，也有增长和衰退的时候，但它的根基一直都是坚固的。虽然经历了兴衰变动，我们的经济依然保持向上的增长，从一次次灾难中恢复起来。

图1.1描述了20世纪我们的经济增长情况。即使在最黑暗的经济大萧条中，对未来的信心依然获得了回报。从1929年到1933年，国民经济总量累计下降了27%，但接着就是复苏，在20世纪30年代的后期，我们的经济累计扩张了50%。从1944年到1947年，当时为第二次世界大战服务的经济基础设施必须要通过调整以适应和平时期的商品和生产服务。美国经济进入了一个短期但严重的紧缩时期，产出缩减了13%。不过，随后我们便进入了一个增长的时代并在四年的时间里弥补了所有的损失。在过去50多年里，我们的经济从对商业周期节奏极其敏感的资本密集型经济发展为更加不易被繁荣或破产的极端状况所左右的庞大的服务型经济。

至少在美国，经济活动的过程似乎已经被定义为一种长期增长了。在20世纪，我们的实际国民生产总值平均年增长率为3.5%。在第二次世界大战后的半个世纪——可以称为现代经济时代里，这个数字大约为2.9%。我们将不可避免地继续经历这样的衰退时期，但只要我们有信心，长期的增长将会接踵而至。

在多彩之秋、单调之冬、翠绿之春和炎热之夏组成的循环内，股票市场也会沿长期上升的轨迹增长。本章，我要回顾最重要的金融资产——股票和债券的长期收益和风险。历史记录蕴含的教训可以形成长期成功投资策略的基础。我希望用历史数据的力量来证明这样的一个不寻常的结论：

[1] Jerzy Kosinski, *Being There* (New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1970), pp. 54—55.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

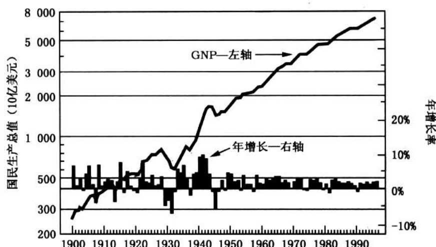


图 1.1　实际 GNP(1900～1998 年)，以 1992 年美元计

"要想投资成功，你必须是长期投资者。"在短期，股票和债券市场是不可预测的，但是人们已证明其风险和收益的长期模式具有足够的持久性，这可作为获得投资成功的长期策略的基础。尽管从历史数据中获得的经验无法保证这些模式在将来也会成功，但对过去的研究加上依据常识的自我管理是聪明的投资者实现投资收益最大化最好的办法。

与长期投资相对的是在股票和债券市场上进行短线操作。无数来自财经媒体、专业或个人投资者的实际操作的例子都表明短期投资策略本身就是极具风险的。在目前这样一个热情奔放的时代，大量投资者用疯狂的短期行为取代稳健的长期投资策略原则。这种现象正充斥着整个金融市场。一些人试图把握市场脉搏(预测到市场上涨则入市，反之则出来)，通过短期交易获取暴利，这种有碍生产的企图造成了那些本应该用来追求长期目标的投资组合迅速变动。我们不能控制投资收益，但是如果坚定对未来的信念，仔细关注我们可以控制的投资元素(如风险、成本和时机)，一个长期投资计划必将在未来获得其收益。

如何让我们的花园繁荣

在考察股票和债券收益的长期历史时，我主要依据宾夕法尼亚大学沃

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顿商学院杰雷米·西格尔(Jeremy Siegel)教授所做的研究。这部分材料虽然相当琐碎，但是十分值得深入研究，因为它为长期投资提供了有力的证据。正如强斯说的那样，金融市场的花园为投资提供了许多绽放的机会。图 1.2 摘自西格尔教授的佳作《股史风云话投资》[1]。该图表明，在几种主要的金融资产：股票、债券、国库券和黄金中，股票的收益率是最高的。该图所含的信息包括了自 1802 年到 1997 年美国股票市场的整个历史。假定 1802 年在股票上的初始投资是 1 万美元，所有的股息都再投资于股票市场(忽略税收)，则最终的投资价值为 56 亿美元(扣除通货膨胀因素)。如果同样的金额投资于美国长期政府债券，也将利息收入进行再投资，却只能赚到 800 万美元多一点。股票每年的实际增长率为 7%，而债券是 3.5%。股票年收益(整个期间都按复利计算)的优势很明显，至少对一个能进行 196 年长期投资的投资者(情况与玛士撒拉[2]类似)来说，这必然导致两者终值的巨大差别。

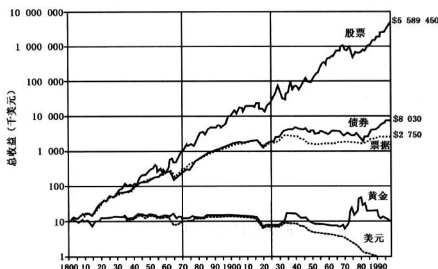


图 1.2　10 000 美元初始投资的总真实回报(1802～1997 年)

西格尔教授的研究证明，从早期证券市场开始，在他所划分的证券市场发展的三个阶段中，股票的收益基本是一致的。第一个时期从 1802 年

[1] J. J. Siegel, *Stocks for the Long Run*, 2d ed. (New York: Mc Graw-Hill, 1998), p. 11.

[2] 玛士撒拉(Methuselah)，圣经中诺亚(Noah)的祖先，活了 969 年。毫无疑问，他有足够长的时间形成对经济和金融市场周期变化的独特观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到 1870 年，西格尔注意到这是“美国从农业经济转型到工业经济”的时代[1]；第二个时期从 1871 年到 1925 年，这段时间内美国成为全球重要的经济强国和政治大国；第三个时期从 1926 年到现在，一般被认为是现代股票市场的时代。[2]

这些长期数据仅涉及美国金融市场(大多数研究表明其他国家的股票收益较低而风险较高)。早些年，这些数据的根据都是一些零散的收益记录，而且存在较大的偏差，因为当时人们关注的是存活下来的大公司，而且当时的股票市场完全不同于现在的市场特征和规模(例如，当时的公司收入记录的可靠性无法和现在受严格而透明的会计准则制约的公司财务报告相提并论)。19 世纪早期的收益报告主要来自于银行股票。内战后的一段时期里来自于铁路股票，而 20 世纪初，则来自于商业股票，包括几家主要的绳索、麻线和皮革企业。最初名列道一琼斯工业指数的 12 只股票中，只有通用电气幸存下来了。但股票市场的确具有一些持续的特征。在西格尔教授所研究的三个时期中，每个阶段美国股票市场都会产生平均约为 7%的实际收益率(扣除通货膨胀后)，1871 年到 1925 年比 7%略低一些，现阶段要高一些。

在债券市场上，西格尔教授考察了一直作为衡量固定收益投资业绩基准的美国政府长期债券的收益率。长期债券的实际收益率平均为 3.5%，但是与股票市场上非常稳定的收益率相比，债券市场各个时期的实际收益率波动频繁。前两个时期的收益率平均为 4.8%，而第三个时期的收益率下降到了 2.0%。债券收益在 20 世纪后半叶变得尤为不稳定和不可预测。

股票市场的收益

我们先来看看股票市场。表 1.1 的股票收益率有两列：名义收益率和实际收益率。数字较大的是名义收益率。名义收益率不考虑通货膨胀率的影响。实际收益率扣除了通货膨胀，因此能够更准确地反映投资者购买

[1] J. J. Siegel, *Stocks for the Long Run*, 2d ed. (New York: McGraw—Hill, 1998), p. 5.

[2] 第一时期的数据多少有些轶闻性质。第二个时期的数据基于考尔斯委员会(Cowles Commission)，一个享有盛誉的独立研究机构于 1938 年所做的研究。第三个时期包含整个标准普尔指数的历史。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力的增长。由于投资的目标是积累真实财富，也就是提高对商品和劳务的购买能力，因此，长期投资者的终极目标必然是实际的收益，而非名义上的。

表 1.1　　股票市场的平均年收益(1802～1997 年)

	名义总收益率(%)	消费者物价指数(%)	实际总收益率(%)
1802～1870	7.1	0.1	7.0
1871～1925	7.2	0.6	6.6
1926～1997	10.6	3.1	7.2
1802～1997	8.4	1.3	7.0
1982～1997	16.7	3.4	12.8

在股票市场发展的早期，名义收益和实际收益几乎没有区别。在从 1802 年到 1870 年的第一个时期(该时期的数据来源很可疑)，通货膨胀率每年只有 0.1%，因此，实际收益率只比 7.1%的名义收益率低 0.1 个百分点。

在 19 世纪，通货膨胀率大部分时间都保持在相当低的水平。到了股票市场发展的第二阶段，即在 1871 年到 1925 年间，尽管通货膨胀率在后期急剧地加速上升，收益率几乎和第一个时期的一样。股票市场的名义收益率为每年 7.2%，而实际收益率仅为 6.6%。两者的差距是因为平均 0.6%的年通货膨胀率。

在现代，通货膨胀率引人注目地加速增长，年平均通货膨胀率达到 3.1%，相应地实际收益和名义收益之差也愈来愈大。自 1926 年以来，股票市场的年名义收益率为 10.6%，通货膨胀调整后为 7.2%。第二次世界大战后的通货膨胀现象尤为严重。例如，从 1966 年到 1981 年，年通货膨胀率猛升至 7%，名义股票收益率为 6.6%，则实际收益率为－0.4%。到近些年，通货膨胀率开始下降。从 1982 年到 1997 年，在这个长期的大牛市上，实际收益率平均为 12.8%。在所有长期牛市里的任何一个可比时期，这已经接近美国历史上的最高点(1865～1880 年间的 14.2%)了。

当代的高通货膨胀率是美国从金本位的货币制度向纸币制度的转变所造成的诸多结果之一。在金本位制度下，流通中的每一美元都可换成一定量的黄金。而在我们今天的纸币制度下，美元依靠的仅仅是公众对其价值的共同认可。美国政府发行新币的能力几乎没有太多的约束。有时，货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

币供给的快速增长会引起一轮飞速的物价膨胀，不过这些对于股票的长期实际收益好坏没有明显的影响。即使名义收益率和通货膨胀率同时在增长，实际收益率还是稳定在 7.0%左右，与 19 世纪的水平差不多。

股票市场的风险

尽管股票市场的实际收益从长期来看是相当稳定的，但是每年的收益率都有很大的变动。我们用年收益率的标准差来计量这些收益率的波动状况。表 1.2 提供了股票市场发展的三个主要时期和 1982 年以来年收益率的波动情况，它还给出了每一时期的最高、最低的年收益率。从 1802 年到 1870 年，收益率以 7%为均值上下波动，标准差为 16.9%，换句话说，在大约 2/3 的时间里，实际收益率处于(−9.9%，23.9%)这样的区间里。从 1871 年到 1925 年，收益的标准差是 16.8%，与第一个时期几乎没有差别。在现代，从 1926 年至今，收益的标准差上升到了 20.4%。如表 1.2 所示，股票的年收益的下降当然有可能超出其标准差描述的范围。股票市场的实际收益率在 1862 年达到最高点 66.6%；在 1931 年，达到最低点 −38.6%。说白了，根据股票市场的实际收益的长期历史而构建的简化模型显然不能推断投资者在给定年份的预期收益。



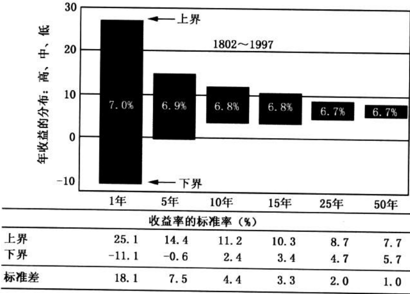
表 1.2　　股票市场平均年波动(1802～1997 年)

	实际年收益率标准差(%)	最高实际年收益率(%)	最低实际年收益率(%)
1802～1870	16.9	66.6	−29.9
1871～1925	16.8	56.1	−31.2
1926～1997	20.4	57.1	−38.6
1802～1997	18.1	66.6	−38.6
1982～1997	13.2	31.0	−11.5

话虽如此，这些大幅的波动还是会随时间变化而减弱的。图 1.3 表明年标准差在 5 年内就从 18.1%下降到 7.5%，减少了一半，10 年内它又再次减半，降到了 4.4%。虽然波动的大部分在 10 年后基本上已被消除，它仍将继续下降，经过 50 年的投资期限后年收益的标准差只有 1%，使得收益率的变动范围在 7.7%和 5.7%之间。“时间越长，平均年收益的可变性就越小。”投资者不应低估自己的时间长度。如果一个投资者从 25 岁开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为退休计划缴款，一直到退休后开始提取存积的资金直到 75 岁甚至 75 岁后，那么他的投资期限则是 50 年或更长。一般来说，学院、大学和其他一些持久性的机构都拥有无限的投资期限。



	1年	5年	10年	15年	25年	50年
收益率的标准率（%）						
上界	25.1	14.4	11.2	10.3	8.7	7.7
下界	-11.1	-0.6	2.4	3.4	4.7	5.7
标准差	18.1	7.5	4.4	3.3	2.0	1.0

图 1.3　股票市场年收益的范围

什么是标准差?

标准差是公认的对可变性的学术度量。它表示一个投资者在给定时间内可获得的投资收益的变动范围。例如，如果一项投资获得的平均年收益率是 10%，而且年收益率有 2/3 的可能在−5%到 25%的范围内变动——上下都和 10%相差 15 个百分点，那么年收益率的标准差就是 15%。而两倍的标准差就可以描述 95%的年收益率的变动范围。

债券市场的收益

也许很令人惊讶，债券市场的历史回报竟然没有股票市场的稳定。从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1802年以来，美国长期国债的实际年收益率是3.5%。如表1.3所示，但那时的收益波动也相当大。从1802年到1870年，美国长期国债的平均年实际收益率为4.8%，从1871年到1925年这个数字为3.7%。但从1926年开始，长期国债的实际收益率就只有2.0%了。在第二次世界大战后更短的一个时期内，债券的实际收益率尤其不稳定。从1966年到1981年，实际收益率为－4.2%。但从1982年到1997年，收益率状况发生了巨大转折，债券市场的年实际收益率异常高，已经达到了9.6%。但与同时期强劲的股票市场带来的12.8%的实际收益率相比，还是逊色不少。

表1.3　　债券市场平均年收益率——长期政府债券（1802～1997年）

	名义总收益率(%)	消费者物价指数(%)	实际总收益率(%)
1802～1870	4.9	0.1	4.8
1871～1925	4.3	0.6	3.7
1926～1997	5.2	3.1	2.0
1802～1997	4.8	1.3	3.5
1982～1997	13.4	3.4	9.6

关于长期历史收益的忠告

关于长期投资的讨论主要依赖于股票和债券长期收益的平均值，投资者应该留意，平均值的使用往往可以将历史上不可避免的大波动最小化，就像斯蒂芬·盖伊·古尔德(Stephen Gay Gould)在《生命的壮阔：古尔德论生物大历史》(*Full House: The Spread of Excellence from Plato to Darwin*)中写道："波动是基本的现实，将其抽象化就变成了计算出来的平均数。"古尔德的这句话最近又被经济学家和作家彼得·伯恩斯坦在一篇报告[1]中引用了，伯恩斯坦还加上了下面的这段精彩批注：

[1] Peter L. Bernstein, "Off the Average, or the Hole in the Doughnut," *Economics and Portfolio Strategy* (September 1, 1997).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期投资的平均收益希望像灯塔或海上女妖一样不断地诱惑投资者面向更长远的未来，以获得类似的平均收益。收益率的大幅波动会在其间发生，但在长期投资中渐渐消失。因此，平均收益率代表了我们的期望值。

但是，这些波动既不是一团缺乏内在联系的事件，也不是一系列事件中的个别片段。每一段波动都同等地告诉我们且极大地帮助我们理解证券市场的运作方式。每一时段都是前一时段的结果。你可以任意将“时段”这个词定义为昨天、上季度或到70年甚至100年前这段时间内发生的事件。

伯恩斯坦接着又从福特基金会总会计师劳伦斯·西格尔(Laurence Siegel)在《投资组合管理杂志》(*The Journal of Portfolio Management*)上的一篇文章中引用了下面这些直言不讳的评论：

风险不是短期波动，因为长期投资者可以忽略短期的波动。更确切地说，只有没有实现的预期，根本没有预先注定了的收益率。风险就是一种可能性——在长期，股票的收益很糟糕的可能性。

这些评论给金融市场未来收益的不确定性提供了有益的暗示。但它们不会违背我的主旨：注重长期投资远比短期投资要好，这是一个几乎没有多少投资者知道的教训。

债券市场的风险

与其低收益相一致，债券的风险一般也比股票的低。表1.4分别给出三个主要投资期和1982年后的长期市场中的债券收益率的标准差以及年度最高和最低的收益率。1802年以来，债券收益率的平均年度标准差为8.8%，低于股票收益率标准差的一半。1802年到1870年，债券收益率的标准差为8.3%，在1871年到1925年的第二个时期，波动有所下降，标准差为6.4%。自1926年以来，债券市场年收益率的标准差已高达10.6%。1982年到1997年这段时间里的收益率标准差达到了13.6%，竟超过同期13.2%的股票市场收益率的标准差。这种脱离历史轨迹的现象可能是由这个时期通货膨胀率在经历了早期的急剧上升后又大幅下降所造成的。

尽管各个时期的通货膨胀率的变化很难改变股票市场的实际收益率，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1.4 债券市场平均年波动率——长期政府债券(1802～1997 年)

	实际年收益率标准差(%)	最高实际年收益率(%)	最低实际年收益率(%)
1802～1870	8.3	29.8	−21.9
1871～1925	6.4	17.8	−16.9
1926～1997	10.6	35.1	−15.5
1802～1997	8.8	35.1	−21.9
1982～1997	13.6	35.1	−10.0

但对债券市场的收益率的影响却十分深远。债券的利息在到期偿还前是固定的,当价格迅速上升时,固定利息的实际价值就迅速下降,降低了债券的实际收益。如果投资者预测通货膨胀率会上升,就会要求债券发行者支付更高的利息作为补偿,以弥补通货膨胀可能带来的损失并保证可收到的实际收益率。但是历史资料表明投资者通常无法预料未来的通货膨胀。例如,在第二次世界大战后的 35 年中,投资者都忽略了通货膨胀的可能。只是在 20 世纪 80 年代的早期才开始要求补偿,到 1982 年获得了巨大的成功(这让我想起了"将军取得了最后的胜利"这句话)。债券的实际收益率变化很大,因此,过去的收益率对预测未来几乎没有任何助益。

不过,美国在最近几年发行了几种新型国债,可以避免债券的两种传统风险:一种叫零息债券,它能在 25 年或更长的一段时间里保证一个固定的复利收益率,使得投资者能够锁定长期收益(特别是等于相同期限的附息债券的现行利息)。还有一种叫通货膨胀保值债券。尽管利率较低,但可以保证完全避免消费者物价指数(CPI)增长带来的风险。这两种金融产品并不意味着它们的名义收益率或实际收益率一定会超过传统的债券,只是它们的收益更可预测。

播下增长的种子

股票和债券的长期风险及收益蕴含了长期投资者所需的常识性投资策略的轮廓。首先,长期投资者应该对股票充满信心。自 1802 年以来,在西格尔教授考察的每个时期中,股票的收益率要比债券的高,并提供了最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好的长期增值机会，还不受通货膨胀的影响。数据表明：如果风险指的是在长期无法获得实际收益的可能，那么债券比股票具有更高的风险。如果你相信我们的经济“花园”是基本健康而且肥沃的话，想要收获长期收益的最好方式就是赶快播种等待其发芽成长，就像投资于普通股那样。但也必须严加防范无法预料的寒冬，那是债券发挥重要作用的领域。

1802 年以来，在美国历史上的历次大萧条中，股票收益率的波动都大于债券。短期来看，股票的风险比债券大。甚至在更长的一段时期中，股票也比债券表现得差。实际上，自证券市场诞生以来的 187 个 10 年期中，债券在 38 个时期中的表现好过股票——仅占了 1/5。然而，如果持有更长的时期，债券市场的表现优于股票市场的情况就异常罕见了。1802 年以来的 172 个 25 年期中，债券在 8 个时期内表现得比股票优异，只占到了 1/21。但是作为一种保险，长期投资者还是应该将债券包括在其投资组合中，以规避股票在短期的不足。这种平衡投资的策略将在第三章详细讨论。在市场的跌宕起伏中，选择合理的比例平衡所投资的股票和债券，不仅会获利，还能够战胜逆境。

金融市场有成本

此处提及的市场收益率，虽然对制定长期投资策略非常有用，但有一个重大缺陷：这些收益率反映的完全是理论上的不计投资成本的可能性。从整体来看，投资者实际赚得更少，因为投资成本必然会降低市场收益。在共同基金行业，投资成本的范围极其广泛。在一只积极的小盘股基金中，总的相关资产成本可能高达 3%，包括营业支出和交易成本。市场指数基金的成本最低，这是一种消极管理的指数型基金，仅仅简单地购买并持有特定指数的成分股。因为它不必承担咨询费或频繁交易的成本，营业支出也最低，总成本可能只占资产的 0.2%，甚至更低。一般来说，一个由专业投资顾问管理的、企图获得高于市场收益的股票型基金，其年营业支出约为资产的 1.5%（称之为费率），而资产组合的交易成本最保守的估计也要 0.5%，两者相加，每年的总成本至少要让实际投资收益率降低 2%。

在估计未来收益水平时，长期投资者必须要意识到这些开支对投资收益的影响，成本会将名义收益和实际收益减少相同的百分点。但持续的通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货膨胀对实际收益的影响更大。举一个例子来说，假定股票投资的名义收益率为10%，某股票型基金的年费率按行业平均来算为2%——约占市场年收益的1/5。现在假设通货膨胀为3%，则市场的实际收益是7%，投资成本占了市场收益的将近1/3。况且投资者迟早要交税，无论公平与否，税收总是按照名义收益(更高)而不是实际收益来确定的。如果基金的所得税和资本利得税使税前收益降低了2个百分点(这是相当保守的假设)，则税后收益就只有5%。上述2%的总成本占了税后市场净收益的4/10。说白了，长期投资者付出最少，却有最大的机会获得股票市场真实回报的最大的部分。

馅饼理论

现在我们来考虑成本的真实效应。假设在从1926年开始的现代股票市场上，总的名义收益率为11%(这个数字未经过通货膨胀调整，从1982年到1997年的收益率甚至高达17%)。假如把收益想像成一个圆形的平面——例如，一个馅饼——由定义可知，馅饼的那11%就是所有市场参与者能够分享的部分。如果我们加总所有做得更好的投资者的收益，数量上正好抵消了做得更差的投资者所失去的。这就是扣除所有开支之前的总馅饼。成功的投资者的额外收益——譬如2%，正好被不成功的投资者的损失——也是2%所抵消。有些人赚了13%，另一些人就只能赚9%。

现在进一步假设市场上所有参与者的投资成本都是2%，那么11%的总馅饼就萎缩成9%的净馅饼供市场参与者分享。其实很简单，赢家获得11%的净收益(等于市场的总收益率)。失败者获得7%的净收益(4个百分点的差距)。扣除成本后赢家的收益只达到市场平均水平，而输家失去4%的收益率，这就是为什么获得市场平均收益是有难度的。胜出的可能性就更小了。



馅饼的类比不是什么创新，只不过是一道简单的二年级算术题：

市场总收益－成本＝市场净收益

这个三段论的逻辑十分简单：

1. 所有投资者拥有整个股票市场，积极投资者(作为一组)和消极投资者一直持有着所有的股票，他们的收益总额必然与股票市场的总收益一致。

2. 积极投资者的管理费用和交易成本比消极投资者高得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 按照定义，积极投资者和消极投资者获得相等的总收益，因此，消极投资者肯定能得到更高的净收益。证毕。

金融市场充满不确定性，这是不证自明的，这种不确定性所鼓励的就是更多地使用消极投资方式——最明显的莫过于非管理的指数基金，对此本书将会详述。因此，当我们为那些获得诺贝尔奖的经济学家和金融专家，如萨缪尔森(Samuleson)、托宾(Tobin)、莫迪利安尼(Modigliani)、夏普(Sharpe)、马可维茨(Markowitz)和米勒(Miller)，提出的关于有效市场理论的大量方程和优美的论证喝彩时，我们应当认识到一个人不必非要达到有效前沿——相对于风险能够提供最优效用的市场收益。人们只需要为复杂问题寻找一个简单解。在第四章中，读者将了解到，在积累金融资产的严肃游戏中，简单会战胜复杂。

现实不同于理论

战胜市场的概率很低，馅饼理论清楚地证明了这一点，它也具有其他的深刻含义。如果长期投资的理想状况是不论市场气氛如何变化，投资者都能在股票和债券的多样组合中取得合理的平衡，并尽量将成本降到最低。那么，这一理念在实际中就应当受到共同基金经理和共同基金投资者的追捧，但实际上这两类群体显然都违背了这一原则。追求超越市场收益率的挑战似乎淡化了我们本应吸取的简单教训。《哈特福德报》(*Hartford Courant*)的主编查尔斯·多德利·沃纳(Charles Dudly Warner)说："每个人都在谈论长期投资，但却没有人付诸行动。"

专业和个人投资者并不是忘记了历史教训，而是他们不愿意理会这些教训。太多的投资组合管理者、投资顾问、证券经纪人以及太多的财经新闻和电视节目(或许为了显而易见的原因)都热衷于短期预测，揣测市场趋势和热门股(偶尔也有冷门股)。因此，时下狂热的投资风气总在催促人们赶紧行动，似乎在说"立即行动，要不就晚了"。

为证明短期方法对于长期投资是无效的，我将以两种常见的短期策略为例，来说明共同基金投资者是如何在如法炮制后蒙受损失的。第一种策略是市场择时——为避开股票市场行情下跌而将股票换成债券或现金，在下一轮股票市场行情上升时，将现金或债券再换成股票的企图。对于大多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数有经验的投资者来说，市场择时容易导致相反的结果：市场低谷时被套牢，等到市场上升时，却已经退出市场了。

那种以某种钟声敲响为信号决定何时入市或退市的观点是绝对不可靠的。我在这个行业摸爬滚打了近 50 年，从不知道有谁可以靠这种方法获得成功并保持下去，甚至都没听说过。但是选择市场时机的投资策略似乎越来越受到基金投资者和基金经理们的欢迎了。

第二种短期投资策略是迅速改变长期投资组合。共同基金投资者和基金经理在这方面的举动十分明显。可以预计，这一做法就像市场择时策略一样，代价昂贵。因为投资者们相信自己能够投资于具有极高吸引力的股票和共同基金，看着它们增值，并在达到顶峰时抛出。如同市场择时策略一样，没有历史资料能证明这种策略可以提高共同基金投资者和基金经理的业绩。

媒体报道的市场择时——“股票之死”

财经媒体提供了一个好的平台，让我们可以评估用市场择时策略或其他方式对超越市场收益率的终极追求。媒体既可以反映由全体投资者的投资决策所决定的金融市场行为，也可以通过突出甚至在某些方面加以大肆渲染来夸大市场行为的影响。

看一下美国最权威的财经杂志——《商业周刊》的两篇封面文章。1979 年 8 月 13 日，《商业周刊》的封面故事是“股票之死”，但图 1.4 显示，

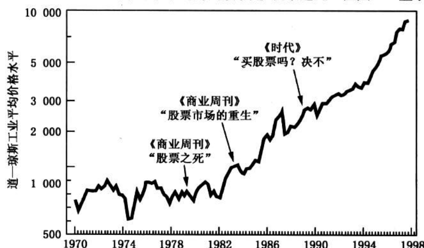


图 1.4 根据媒体投资——《商业周刊》与《时代》杂志

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该文很不幸地没有把握好时机。当时，道一琼斯工业平均股票价格指数为840点；1980年底上升到960点。接下来的两年中股指开始下跌，1982年7月跌到了800点。1983年5月再次反弹到1 200点。到1983年5月9日，自1979年8月那篇文章发表以来市场指数上升了大约50%。当天，《商业周刊》刊登了另一个封面故事，题为“股票市场的重生”。记得当时我曾对一个同事说：“当心，游戏要结束了。”果然，股票市场的好势头没过多久就反转了。《商业周刊》在道一琼斯指数840点时喊“卖”，1 200点时又喊“买”。然而此后整整两年，道一琼斯指数仍然徘徊在1 200点。

仅挑出《商业周刊》的经典案例似乎有欠公允。《时代》杂志在预测未来股市走势时，颇具风险地也做出了同样激烈却含糊的判断。1988年9月26日，《时代》杂志就以“买股票吗？绝不！”为封面故事标题，还在封面上画了一只大熊。这篇文章里出现了不少妙语：“这是一个危险的游戏……市场公认情况正变得越来越糟……市场已经变成了风险之地……小投资者成为深处危险的一族……股票市场上尽是世界上最烂的企业。”这些话发表的时候，道一琼斯工业指数已经从1987年10月危机前的最高2 700点下滑到了2 000点。此后，道一琼斯指数以四倍多的增长速度攀至9 000点。要是投资者听信了《时代》杂志，就只能悲痛欲绝地眼睁睁地错过历史上最强劲的一个牛市。

我不是要攻击《商业周刊》或《时代》杂志，当然也不是拿他们的预测作为完全相反的指标——这些出色的刊物做出的建议如此错误，以致我们只要反向操作就可获利。我的看法是：市场在任何短期都是不可预测的，不论是在月度或年度内。我们既不应该指望它变得可预测，也不应该根据旧观念引发的冲动做出投资决定。无论它们是来自权威刊物上的大标题，还是来自我们日常的希望和恐惧，这些行动号召注重短期，往往将我们长期投资的努力搅得一团糟。

共同基金投资者的市场择时

不幸的是，现有资料表明，共同基金的个人投资者往往易于冲动、对市场波动感情用事，也有明显的从众心理。共同基金投资已被证明是极“具市场敏感性的”，因为基金持有人会对股价波动反应过度。注意一下图1.5，峰顶与峰谷的交织以资产百分比的形式描述了股票型共同基金的现金流入和流出情况。1973年到1974年市场下跌48%，投资者即从股票型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金市场上撤出；接下来，从 1975 年第 2 季度到 1981 年第 1 季度的 24 个季度中，投资者累计从共同基金中抽取资金 140 亿美元，占最初投资额的 44%。然而，就在市场从 1982 年第 3 季度开始进入长期"牛市"前，共同基金投资者终于又开始活跃起来。到 1987 年第 3 季度，共同基金获得的现金流高达 800 亿美元(是最初基金资产规模的 122%)。

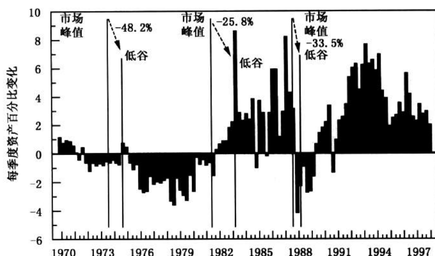


图 1.5　股票型基金现金流(1970～1997 年)

在 1987 年的前 9 个月，投资者向共同基金中投入了大量的资金(800 亿美元总投入中的 280 亿美元)。但在大多数情况下，投资者都是以不正常的高价买入的。1987 年 10 月股市崩盘后，投资者全部损失殆尽。在之后一年半时间中的每个季度里，激增的股票型基金赎回超过了不断下滑的新入市基金份额的认购，大约 5%的股票型基金资产被清盘。直到那个时候，股票的价值才更真实，可悲的是当时的投资者在市场快要回暖之前就已经退出了。

1987 年 10 月的股市崩盘使得许多非理性投资者退出股票市场。不过当牛市重振雄风时，这些退出了的投资者又改变了他们的方针。股票型基金的现金流入源源不断，到 1998 年中期为止的每个季度都保持正流入。开始时的涓涓小溪汇成了咆哮的巨流。在 1983 年——第 1 个完整的牛市年——共同基金的净买入资金为 10 亿美元，到了 1997 年这个数字增长到 2 190亿美元，增加了 200 倍。如果从投资者手中流入和流出共同基金的大量资金依然可以作为股市涨跌的反向指标的话。那么基金业最近的现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金流入可能不是一件好事。但是不论将来如何，这些数字展示了股票市场一个极大的悖论：当股价很高时，投资者都想要跳上股市的花车，相反，当股价很低时，他们又四散而逃。

基金持有人变成短期投资者

投资者的短期取向不仅反映在他们对股票型基金的爱恨关系中。他们还会采用另一种短期策略：迅速变动他们持有的股票型基金。投资者采用如此高换手率的策略管理个人基金组合的趋势达到了令人惊讶的程度。如图 1.6 所示，在 20 世纪 60 年代和 70 年代的大部分时间里，年换手率为 8%，这意味着基金持有人的一个持有期为 12.5 年（持有期可以简单地用换手率的倒数来估计）。目前，持有基金的年换手率为 31%，表明股票型基金投资者的持有期大约是 3 年。在 31% 的换手率中，基金赎回约为 17%；另外 14% 是将股票型基金转换成债券或货币市场型基金。共同基金的持有时间下降了 75% 是一种失策，因为如此短的持有期会影响一个好的长期投资策略目标的实现。

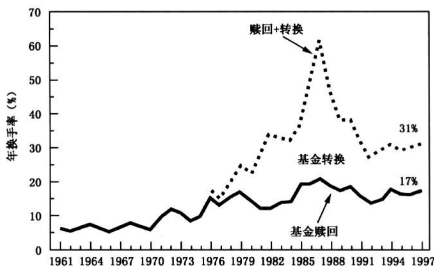


图 1.6 投资者持有股票型基金的年度换手率（1961～1997 年）

图中特别需要注意的是在 1987 年换手率急剧上升，与随后的股市暴跌并非巧合，当时的换手率高达 62%（持有期只有 1.6 年！）。试想一下，如果下一次市场暴跌时，再次出现类似的赎回模式，共同基金业应该做好怎样的准备。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以基金经理为榜样

毫无疑问，基金投资者正是从为他们管理基金组合的经理们身上学到了短期投资的哲学。从20世纪40年代到20世纪60年代中期，普通的股票型基金组合每年的平均换手率为17%。1997年美国股票型基金的平均换手率达到85%，惊人地上升到5倍！基金经理平均持有股票1年多一点就要换手！作为受到信任需要承担信托责任的、谨慎管理委托人资产的投资顾问，这种行为就值得怀疑。实际上，他们像短期投机者一样变化无常。在过去的几十年里，借助于尖端通信技术的日益增长，管理他人货币的基金经理采取了一种新的方法，试图取得超过市场平均水平的收益，即所谓的“快速交易”(rapid-fire trading)，这么做的代价就是使投资者承担巨额的交易成本和税收成本。正如哥伦比亚大学法学院教授路易斯·罗温斯坦(Louis Lowensten)在其1998年的一篇论文中所述，基金经理“表现出对瞬间股票价格持久的关注，这一特殊行业的精妙之处完全被基金经理们遗忘殆尽”。除了我引来做例子的那些“运行良好”的共同基金(那些遵循相对稳定的低换手率策略的共同基金)，共同基金业现在走的是一条远远不能带来价值的道路。令人震惊的基金组合换手率的增长如图1.7所示。

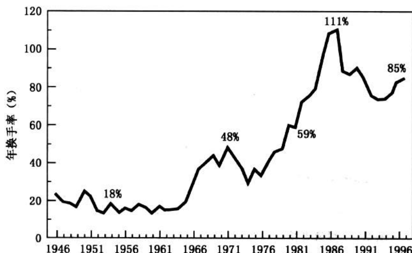


图1.7 共同基金组合换手率(1946～1997年)

基金经理们还忽略了美国最成功的投资经理沃伦·巴菲特关于长期投资的经验。他巨大的投资组合(集中在相对较少的几只股票上)的换手



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率不仅非常低，甚至几乎很少换手。他的投资哲学曾刊登在他管理的投资控股公司伯克希尔·哈撒韦(Berkshire Hathaway)1996年的年报上：

无所作为作为一种明智的选择对我们具有很大的借鉴意义。我们和大多数职业经理都不可能因为预料到美联储贴现利率的小幅调整或者因为华尔街评论家改变了对市场的看法就去疯狂交易那些高收益股票。以我们在这个变化多端的市场中的微小地位，为什么还要独辟蹊径呢？

有人不禁要问：为什么那些受托人都不遵守巴菲特的投资原则呢？巴菲特先生将他那非常有用的投资方法描述为持有“大部分主要的股票，无论其价格相对于(当前)内在价值的比例如何……直到最终……我们一直在寻找确信可以在未来的10年或20年后仍具有强大生命力的公司。作为投资者，我们对这个动荡行业的态度就像对太空探测一样。我们称赞这些努力却宁愿乐观其成”。

巴菲特先生不赞成共同基金的高换手率：“投资经理都很活跃——与他们的行为相比，狂舞的伊斯兰的托钵僧都显得庄严而稳重。说实在的，‘机构投资者’已经变成了一个自相矛盾的修辞艺术，类似‘巨大的小虾米’、‘泥滩淑女摔跤手’、‘廉价的律师’等。”

指出当前共同基金业也存在的这种状况后，巴菲特先生马上就推导出了正确的结论。他说：“一个不了解特定公司的经济状况但期望成为美国工业的长期股东的投资者应当定期投资于指数化证券投资基金。这样，一无所知的投资者才能真正地战胜大多数投资专家。似非而是的就是，当‘迟钝’的投资者认识到其局限时，便不再迟钝了。”如同龟兔赛跑一样，长期投资者就像那只缓慢而持久的乌龟，而投机者就是时跑时停的兔子。但是，共同基金业却忽略了这个道理。

我们来考虑一下基金业迅速增长的换手率是否会对操作良好的高收益率投资计划产生副作用。

显而易见的答案是：“对于行业整体，事实并非如此。”因为股市上1/3的股票，主要在基金经理们之间相互交易，不考虑这部分股票，将基金持有人看作一个整体，这就是一个零和博弈。但重要的是，在交易中一些钱被交易商赚走了，于是这项活动变成了负和博弈。这是有据可依的：晨星公司最近的一项研究发现，几乎没有经理能够通过投资组合换手率的变动显著地提高收益率。通过组合变动所产生的那一点点收益率的增加，靠的只是买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进风险更大的股票。这项研究正好支持了反对基金业高换手率的观点。

短期投机取代了长期投资

当我 1951 年在普林斯顿大学撰写关于共同基金方面的毕业论文时，我表达了对不成熟地乐观看待基金组合交易在金融市场中重要作用的担忧。我认为基金经理的专业分析能力以及他们关注投资价值甚于预测股价波动将会给市场带来对“坚定、成熟、明智以及分析研究式证券投资的需要，这种需要本质上是基于公司的业绩而不是公众对股价的估计”。

在采用这种方法时，我引用了约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)的论点：“因为市场上投机的重要作用基于很多没有专业投资知识的投资者持有的股票数量日益增长……并且传统的股票估值基于大量无知个体的大众心理，证券市场上的职业投资者和专家不能抵消大众的观点，所以他们要试着去预见公众对股票估值的变化。”

我对此持相反的观点，因为随着共同基金和其他金融机构的成长，他们的地位将会越来越重要，他们会依靠其准确的专业投资知识，基于股票的长期价值来评价股票，而不是根据无知个体的心理学(或者用凯恩斯爵士的话来说，不是寻找“对股票价值的平均观点的平均数”)。当基金投资组合的年换手率低于 20%时，我推断共同基金的持续增长“将意味着被投资的企业将不再只是投机漩涡中的一个泡沫而已”。

糟糕的是，关于基金投资组合换手率的数据表明我那年轻时的乐观态度是多么幼稚啊。今天的行业现实接近于短期投机，远远偏离了长期投资的法则。

此外，我自己多年来多少有些逸闻性质的研究表明晨星公司的结果也过于乐观了。我接触到的一些证据表明，如果投资者在接下来的 12 个月中不管什么原因，对年初持有的投资组合什么都不做，那么绝大多数基金每年可以获得更高的收益率。无论什么原因，今天那些对投资组合追求频繁换手的基金经理所获得的收益率远远低于过去那些在相当长的时间里以低换手率持有某一行业投资组合为特征的投资经理所能获得的收益。我认为前者的疯狂交易所造成的高成本要为二者日益增



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长的收益差距负部分责任。

毫无疑问，我们在这个极富创造性的行业中仍将目睹无数个新的短期策略，其中的每一个都包含有诱人但最终证明无效的承诺：活跃地靠短期持有策略管理长期资产组合，可以产生比理性地买入并持有的策略更高的收益。市场择时只是失败的策略之一，投资组合的快速变动同样没有作用。无论是对基金经理还是基金投资者来说，换手率的不断提高引起的高成本和高税负注定将会使得事态变得更加糟糕。

理解投资经济学

我的观点是，市场择时和快速换手这两种策略既说明了基金投资者缺乏对投资经济学的理解，也说明了其投资过程是多么不理智。我将在第二章中解释，长期金融市场的收益来源是很容易弄清楚的：对股票市场来说，来自于公司盈利和股息；对债券市场来说，来自于利息支付。可是市场收益是在扣除投资成本之前计算的，而且他们大多都不是靠投机和快速交易实现的，那只不过把收益从一个投资者转到另一个投资者那里。对于长期投资者来说，投资收益与公司的基本经济状况息息相关，而不受证券买卖的具体过程的影响。我认为，共同基金的投资艺术的核心是简单化再加上常识。

如果说单个股票的价值来自发行它的公司，那么整个股票市场就代表了美国上市公司有形和无形净资产的总和，而不只是一堆股票凭证。忽略成本因素，投资者获得的长期收益必然接近公司带来的盈利和股息。对投资者总体而言，快速的换手率毫无价值，因为它对提高公司的盈利和股息水平没有任何帮助。同样，市场择时也无法影响公司的内在价值。长期投资者的理想投资方式是在市场涨涨跌跌的周期中，对持有的股票和债券的比例保持合理的均衡。

长期成功的简单原则

尽管大多数投资者都还未采取这种长期投资的理想方式，其实它很容易操作。在实际投资共同基金时，聪明的投资者一定会注重自己可以控制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的长期投资因素。无论做起来多么困难，投资者一定要注重基金的选择，不要把重点放在市场的短期变动上，也不要去寻找可能热门的基金。基金选择的关键不是关注未来的收益——这是投资者不能控制的，而是关注投资的风险、成本和时机——所有这些投资者能够控制的因素。

就像花园里的幼苗经过缓慢地成长才能绽放一个花期，因为它们的根基要几年才能强壮。同样，投资的成功需要时间，给自己尽可能多的耐心。你可以从 20 多岁时就开始投资，哪怕投资规模很小，因为复利的作用，资产会在很多年市场的起起伏伏之中累积起来。例如，在 10 年里，平均每年的市场名义收益率为 10%，最初投资的 1 万美元将增长到约 2.6 万美元，是最初投资额的 2.5 倍多。假定实际收益率是 7%的话，最终价值几乎达到了最初购买力的 2 倍。假设收益率同样为 10%，则 50 年内 1 万美元将会增长到 120 万美元，也就是最初投资额的 120 倍。

为了在现实市场中充分利用复利来获取收益，特别要注意成本的负面影响——投资建议成本、组合管理成本、交易成本和税收成本。一旦你对退休养老金的积累完成之后，你会发现个人的各种投资组合的收益率几乎都远比市场上的收益率低，因为后者的成本与税收较低。表面上两者的年收益率差距不大，但假以时日，最终累积起来的资本额将有很大的差距。给你的投资组合充足的时间从复利中获利，并最小化其成本。切记成本就像杂草一样会阻碍花园的成长。

这些简单原则是长期投资策略的基础，会使信念坚定的投资者获益。大多数偏离了长期投资理念的共同基金投资者只能收获破灭的期望。他们贪婪地追求不切实际的回报，采取了代价高昂的短期策略，最终偏离了最重要的投资成功的秘诀：简单化。随着他们将投资过程复杂化，他们也提高了失望地跌倒在错误的道路上的可能性。采取一个简单的计划，让市场周期自由发展。投资的秘诀就是没有秘诀。

因此，我又想到了园丁强斯的智慧。我们已经经历了“很长的春天和夏天”——历史上时间最长的牛市，但是，“一定也会有秋天和冬天”。不要对季节的变化感到惊奇，因为变化总是必然的，也许变化就在眼前。然而从长期来看，要是你能运用下面的一些简单规则，你的投资就能在动荡中坚持下来，最终获得成功。

投资于必须投资的——投资最大的风险不是短期的股价波动，而是你总是不把钱放在能获得丰厚收益的项目上所造成的长期风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间是朋友——尽可能投入自己全部的时间。从 20 多岁就开始投资，哪怕投资数量不大，也不要停止。就算是在艰苦的时期进行最一般的投资也有助于你保持投资的步伐，使之成为一种习惯。要知道，复利会产生不可思议的效果。

冲动是敌人——排除投资计划中的个人情绪。对未来收益要有合理的预期，不要跟着市场波动改变这些预期。寒冷而黑暗的冬天后一定是光明而温暖的春天。

基础算术很有用——控制你的投资成本。净收益就是投资的总收益减去成本（销售佣金、咨询费、交易成本）。低成本可以更容易地实现目标。

坚持简单的投资策略——不要把事情弄得很复杂，投资基本上是很简单的——合理配置股票、债券和现金；不要走极端，选择主要投资优质证券的基金；注意平衡风险、收益和成本（千万不要忘了这个）。

坚持到底——不论发生什么事情，坚持你的计划。我已经说过上千次"持续到底"，每次都是很认真地在提醒你。这是我给大家的最重要的一条投资智慧。

让那些短促不定的岁月过去吧，充满信心地面对未来。也许下一个冬天会比以往更长、更冷或者下一个夏天会更干、更热。可是从长期来看，我们的经济和金融市场还是稳定和理性的。不要让短期波动、市场心理、错误的希望、恐惧和贪婪阻碍了正确的投资判断。如果你记住下面强斯的经验，成功就会属于你。

我非常了解花园。我在里面工作了一辈子……花园里的一切在适宜的时节里会变得强壮。这里还有充足的空间供各种各样的花木在此生长。如果你热爱你的花园，就不要介意在花园里工作、花时间侍弄它。在适当的季节里，你一定会看到繁花似锦。[1]

〔1〕 Kosinski, *Being There*, pp. 66—67.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　收益的本质
——奥卡姆剃刀

《旧约·传道书》言："无人追忆过去，也无人记挂将来。"这种观点真是合乎了那些对美国金融市场上反常的、不可预测的短期波动十分关注的投资者的心意。但在建立一项长期投资策略时记住过去是必要的，因为这能帮助我们了解那些影响股票价格的因素。如果我们能够理性地分析金融现实，那么就可以了解股票和债券市场过去的长期收益的模式和来源。对过去收益的分析是我们判断未来收益性质的可靠依据，并且也可以作为讨论未来几年如何投资的基础。

威廉·奥卡姆(William Occam)爵士是14世纪英国的一位哲学家，他认为"解释越简单就越可能正确"。这一基本原理被称之为"奥卡姆剃刀"。在研究金融市场时，我将其纳入我的方法论中了。我用威廉先生的剃刀剪去了研究过程中所有被复杂化了的部分，并将投资收益分成三个主要部分。这种分析考虑到了单只证券和证券投资组合的表现在任何短期内都是不可预测的，对此我深信不疑，然而尽管证券投资组合的长期表现也是不可预测的，对过去收益的细致分析还是可以帮助投资者探讨未来收益参数的可能性，给精明的投资者提供理性预期未来收益的基础。



那些以适当的成本选择十分分散化的共同基金并长期持有的投资者，将"奥卡姆剃刀"原理在金融市场上运用得炉火纯青。本章所讨论的市场收益反映了总收益，但投资者们作为一个整体获取的收益要比这个低(参

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

见第一章关于投资成本的讨论)，因此，无论我们期望市场收益是多少，我们必须要扣除两个百分点(甚至更多)的投资成本。

因为长期投资的收益率一般是用那些代表美国股票和债券市场的市场指数来度量的，所以我的分析对以美国市场为基准的指数基金更有针对性(第五章将讨论指数基金)。强调大盘股的分散化股票型基金，以及投资高级别债券的基金，也完全适合这种分析。在这些情形下，成本最低的基金就能将基金与市场之间的收益差距最小化。

奥卡姆剃刀与股票市场

我们从美国股票市场近 200 年的历程开始讨论。如第一章所述，自 1802 年以来，股票的实际年化收益率(扣除通货膨胀)大约是 7%，其中发生过大幅波动——1862 年高达 67%，而 1931 年是－39%。尽管 7%的年平均收益率作为市场长期收益的一个稳固的标准已得到有力的证实，但 106 个百分点的巨大波幅强烈地提醒了股票市场的短期风险。

图 1.2 显示了近两个世纪的股票收益。1802 年初投资股票 1 万美元，以 7%的平均实际速度增长，现在将会达到 56 亿美元的现值(通货膨胀调整后)。现在让我们缩短时间跨度，以每 25 年为一个间隔来考察西格尔教授的收益率数据。

如图 2.1 所示，以 172 个交叠的 25 年期计算，196 年中股票收益 106 个百分点的巨大差异就变成在很小的范围内波动了。每期股票实际年收益率介于 2%～12%之间(没有一个 25 年期的收益为负)。有 2/3 的期间，年收益率落在 4.7%～8.7%之间。与平均值的偏离为两个百分点，也就是说实际年收益率的标准差为 2%。

如何来解释这些收益呢？它们来自何方？本质又是什么？为什么随着时间流逝波动会缩小？根据其表现，股票市场似乎存在一些永久的特性。当时间跨度从 1 年提高到 25 年时，原本很强烈的短期投机的影响削弱了。可以不是很确切地说，投资收益更符合投资的基本面：股息收益和盈利增长，这两个因素共同构成了股票收益的驱动力。从 1871 年起，也就是在 20 世纪 30 年代考尔斯委员会细致研究股票市场发展历史数据的起始年份，我们就能相当准确地发现这两个因素的重要性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

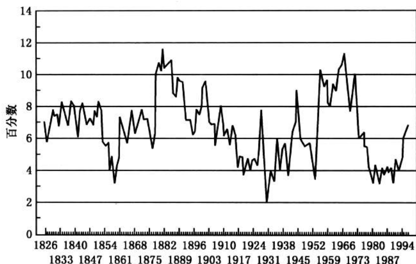


图 2.1 以 25 年为期间，股票的实际收益（1826～1997 年）

我们可以用历史数据来回答一个简单的问题：为什么股票提供了 7%的长期实际收益率？答案是：这几乎完全是因为美国公司的盈利和股息在不断增长。[1] 1871～1997 年间，通货膨胀调整后的股息收益和公司盈利的增长率总和为 6.7%。也就是说，从股息收益和公司盈利中所得的股票长期实际收益率与股票市场本身所提供的 7%的实际收益率是相等的。所有其他因素合起来也不会对由这两个基本因素所决定的收益造成显著的影响。

当然了，围绕这个 7%的标准上下还有不少波动。这是由市盈率即投资者在不同时期为获得 1 美元股息收益而愿意支付的价格的波动所引起的。市盈率是一项很重要的投机因素，经常造成基本收益率一年上下波动 4 个百分点。例如，在一个 25 年期中，市盈率从 8 倍上升到 20 倍将会使收益率增加 4 个百分点。当从 20 倍下降到 7 倍时，则会减少 4 个百分点。股票的基本收益率与实际收益率的区别在于投机的成分有多少——投资者对普通股的不同估值中有多少考虑的是股票价格和每股收益的关系。

图 2.2 清楚地显示了，在长期，股票市场中的实际收益率很大程度上



[1] 这些数据以 1871～1997 年间股息收益和盈利增长的历史记录为基础。其中 1802～1870 年这段时间只有总收益的数据，没有各部分的数据。但是 7%的实际股票收益率是 1871～1997 年整段时间内的。这份包含 2 个世纪的数据构成了连贯的实际股票收益率。这对寿命甚短的人来说，当然是一个时间完整的检验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

取决于基本收益率。比较 1871～1997 年间基本面因素产生的累积收益和市场累积收益，两条曲线一次又一次分离，又一次次重合，市盈率的变化可以解释这些分离聚合，但很明显地可以看出基本面因素才是主导因素。

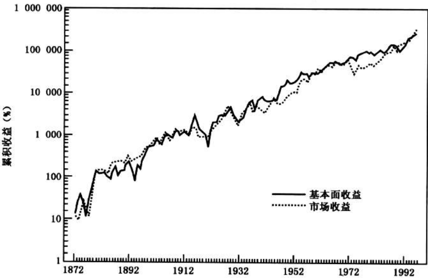


图 2.2　基本面收益与市场收益(1872～1997 年)

奥卡姆剃刀

根据“奥卡姆剃刀”原理，我提出了一个简单的理论：决定股票市场长期收益的因素应该是：

- 初始投资时的股息收益率。
- 随后的利润增长率。
- 投资期内市盈率的变动。

这三个部分加起来几乎解释了各个期间所有的股票市场收益。通过分析这三个因素对总收益所起的作用，我们可以合理地预测未来收益。初始的股息收益是已知量；相对而言，在相当窄的参数范围内，利润增长率通常是可预测的；市盈率的变动也已被证明是高度投机的；总收益率就是这三个因素的简单加总。例如，假定初始的股息收益是 3%，预计未来 10 年的利润增长率为每年 7%，那么收益率将到达 10%。如果市盈率从开始时的 15 倍，预计结束时变为 18 倍，这将会使总收益率增加两个百分点，使得股票收益率为 12%。表 2.1 所列的历史数据分析就是以此简单的数学计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

算为基础的。

表 2.1　10 年期股票市场名义收益率(1927～1997 年)

时期 开始于 1月1日	结束于 12月31日	1 初始收益率(%)	2 10年期的 AEG(%)*	结束时的市盈率**	3 市盈率效应***	1+2+3 计算的收益率(%)	实际的收益率(%)	差距(%)
1927	1936	5.1	−1.9	16.8	4.5	7.7	7.8	−0.1
1930	1939	4.5	−5.7	13.9	0.4	−0.8	−0.1	−0.7
1940	1949	5.0	9.9	7.2	−6.3	8.6	9.2	−0.6
1950	1959	6.8	3.9	17.7	9.4	20.1	19.4	+0.7
1960	1969	3.1	5.5	15.9	−1.0	7.6	7.8	−0.2
1970	1979	3.4	9.9	7.3	−7.6	5.7	5.9	−0.2
1980	1989	5.2	4.4	15.5	7.8	17.4	17.5	−0.1
1990	1997	3.1	7.3	24.1	5.7	16.1	16.6	−0.5
平均		4.5	4.2	14.8	1.6	10.3	10.5	−0.2

注：数据根据标准普尔综合股价指数计算。

* 平均收益增长率；** 初始市盈率：10.9 倍；*** 10 年期的收益由市盈率计算。

如第一章所示，长期投资者的首要目标是获取较高的实际收益率。由于实际收益对通货膨胀进行了调整，因而代表投资金额的实际购买力的增长。然而，在这里我要使用名义收益率，因为关于股息收益、盈利增长以及市盈率的最精确的数据都是用名义值来表示的。既然我们了解了通货膨胀对市场总收益的影响，就不需要将它再分摊到影响收益的三个因素上来。当然，实际收益率与根据"奥卡姆剃刀"计算出来的收益率之差，就等于名义收益率与实际收益率之差。

以上的分析包括了自 1926 年以来的现代股票市场。我用"奥卡姆剃刀"模型检验了 10 年期而不是 25 年期的股票市场收益率，因为我估计只有极少数投资者会有耐心，像图 2.1 那样关心以 25 年为一个投资期的情况。但即便只有 10 年，就足以让我们忽略了那些既不稳定又无法解释的导致市场日常甚至年度波动的短期因素。

表 2.1 表明，从 1926 年至今的 6 个 10 年期和 2 个不到 10 年的期间中，初始的股息收益、利润增长率和市盈率变动的总和相当准确地接近于股票市场实际发生的名义收益率。没有一个阶段两者之间相差达到过 1%。例如从 1960 年 1 月到 1969 年 12 月，初始的股息收益为 3.1%、这 10 年内平均每年的利润增长率为 5.5%、年度市盈率变动为−1%，三者之和



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为7.6%，仅比同期股票市场实际发生的收益率低0.2%。对于表中所列的整个时期，计算的股票收益率为每年10.3%，与10.5%的实际收益率几乎相等。这种一致关系显而易见。

投资与投机

奥卡姆剃刀对收益率组成的分析方法与20世纪最具影响力的经济学家凯恩斯的理论不谋而合。凯恩斯对金融收益的两个来源是这样定义的：

- 投资(他称之为"创业")是："假设所有事务的现存状态将无限延续下去，对资产在其整个生命周期内可能获得的收益率进行预测的一种活动。"
- 投机是："一种对市场心理的预测活动，它寄希望于传统的估值基础发生有利的变化。"

在"奥卡姆剃刀"模型中，初始股息收益和10年内可能的利润增长率这两个投资的基本面因素之和与凯恩斯的"创业"概念类似——资产在其生命周期中预计的收益率。市盈率的变动类似于投机——估值基准的变动，或相当于投资者情绪的晴雨表。当投资者的期望值很高时，他们支付得多；当他们对未来的投资失去信心时，就支付得少；当股票以21倍(或更高)的市盈率定价时，说明市场状态高涨，以7倍市盈率定价时，说明市场陷入绝望。毕竟，市盈率仅仅代表了为1美元利润所支付的价格。随着市盈率从21倍下降到7倍，价格也下降了67%。反之，则价格可以上涨200%。如果市盈率不变，股票的总收益就基本上完全依赖于初始的股息收益和利润增长率。

如表2.1所示，长期内投资或创业是优于投机的。从1926年到1997年这连续的8个10年中，名义的初始股息收益平均为4.5%，利润增长率平均为4.2%，两者之和为8.7%，就使得基本的股票收益率略低于同期10.5%的市场名义收益率。我们可以将余下的1.8%的收益率归为投机(或者，更可能是因为我们分析的不准确所造成的)[1]。简单来说，投资基础——股息和利润增长——是应该牢记的历史。在很长的时期内，投机对收益的影响是比较中性的。投机不能永久获益。某段时期内投机提高了收益率，那么随后的一段时期内投机必然会降低收益率。无论短期内投机对收益的影响多么强大——甚至是支配性的，期望投机

〔1〕 如果我们观察1926～1997年间所有61个"交迭"的10年期，结果也是如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会再次给我们带来好处只会令人误入歧途。当我们展望未来时，投机是最应该忘记的。

知识的作用

上述分析方法非常实用。如果有条件可以为投资收益制定精确的长期计划，如果基本面的收益——利润和股息——是实际形成长期投资收益的主导因素，那么在长期，难道那些注重基本面因素的投资策略不会比投机策略更容易获得成功吗？

短期投资策略忽略了股息收入和利润增长，这两个因素在数周或几个月的时间里无法显示其重要性。所以短期投资几乎就是投机，而与投资无关。也就是说，短期投资策略只是在未来某一天当我们想要卖出证券的时候，仅仅对其他投资者为一个股票或债券组合所愿意支付的价格进行猜测。

对于我们亲历的股票市场在某些天、某些周或者某些月份的令人震惊的波动，投机是唯一的原因。但投机有时候也会在一段较长的时间内起作用。例如在 20 世纪 80 年代，股票的实际年收益率达到惊人的 17.5%，而初始股息收益率为 5.2%，利润增长率为 4.4%。市盈率从 7.3 倍上升到 15.5 倍，涨了 1 倍多，导致了每年的估值上升了 7.8 个百分点。其间，投机因素大于任何一个基本面因素，接近两个基本面因素之和。

对投机的狂热也会逆转。在 20 世纪 70 年代，股票平均收益率为 5.9%，而初始股息收益率为 3.4%，利润增长率为 9.9%。随着市盈率从 15.9 倍下跌到 7.3 倍，每年的估值下降了 7.6 个百分点。市场信心的下降严重抵消了投资的基本面因素能够带来的收益。

如果将前面的极端称之为“黄金十年”，后面的就可以称为“颓废十年”了（如表 2.2 所示）。两个 10 年共获得 11.5%的平均收益率，这绝非偶然，它非常接近 11.4%的基本面收益率（平均股息收益率 4.3%加上利润增长率 7.1%）；市盈率从 15.9 倍到 15.5 倍有所下降，使得每年的收益率降低 0.1%。当然，这些收益率合起来代表了金融市场展现的“趋向常态”的本质[1]。



[1] 这种趋势也称为均值回复（reversion to the mean）。我称之为金融市场中的万有引力定律。在第十章将会详细讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.2　　黄金十年与颓废十年

股票收益的组成部分	20 世纪 70 年代	20 世纪 80 年代
投资部分		
股息收益(%)	3.4	5.2
盈利增长(%)	9.9	4.4
总的基本面收益(%)	13.3	9.6
投机部分(%)	−7.6	7.8
计算的收益(%)	5.7	17.4
实际的市场收益(%)	5.9	17.5

从过去走向未来

20 世纪 90 年代初，我认为长期数据将有助于形成即将到来的 10 年的预期框架。1990 年 1 月 1 日，股票市场的初始股息收益率为 3.1%。我只需要找出另外两个变量：该时期内的利润增长率和市盈率变动。为得出这些预测，我运用了类似于表 2.3 所示的矩阵，例如：

- 如果未来的利润增长率为 8%，而且市盈率从 15.5 倍下降到更平常的 14 倍，则股票的总收益率将接近每年 10.3%。这时就可以构造一个矩阵了。利润增长率相对于 5.8%的历史水平显得过高。市盈率虽然低于目前的水平，却高于历史平均水平。
- 有人会说："太低了！20 世纪 90 年代将会像 80 年代一样。"然而 80 年代的股息收益率约为 3.1%、利润增长率为 9%、市盈率为 24 倍，这才产生了 17%的年收益率。乐观的利润预测和估值过高的市盈率最终会被市场的下跌加以校正。
- 也有人会说："太高了！我预期 6%的利润增长率和 12 倍的市盈率。"最终结果是年收益率为 6.8%——大约为历史平均水平 10.3%的 2/3，这无异于假设我们离股灾已为时不远。

在 1991 年的《投资组合管理杂志》上，我发表了一篇文章，作了如下解释：

> 这些例子的实质在于，要以这个模型给 20 世纪 90 年代的股票收益率建立一个合理的分析框架。显然，除非我们异乎寻常的乐观情绪导致了 1999 年的高市盈率(可为什么不是相反的呢)，并且这 10 年的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.3　　20 世纪 90 年代的股市总收益矩阵

利润增长率		总的股票市场收益率(%)						
		0%	2%	4%	6%	8%	10%	12%
最终市盈率	6	−5.1	−3.4	−1.7	0.0	1.8	3.6	5.3
	8	−2.6	−0.9	0.9	2.8	4.6	6.4	8.2
	10	0.6	1.2	3.1	4.9	6.8	8.7	10.6
	12	1.1	3	4.9	6.8	8.7	10.6	12.5
	14	2.5	4.5	6.4	8.3	10.3	12.2	14.2
	16	3.8	5.8	7.8	9.7	11.7	13.7	15.7
	18	5	7	9	11	13	15	17
	20	6	8.1	10.1	12.1	14.1	16.2	18.2
	22	6.7	8.7	10.8	12.9	14.9	17	19.1
	24	7.6	9.7	11.7	13.8	15.9	18	20.1
	26	8.4	10.5	12.6	14.7	16.8	18.9	21
	28	9.2	11.3	13.4	15.6	17.7	19.8	21.9

注：初始股息收益率为 3.1%；初始市盈率为 15.5 倍。



利润增长率比过去所有时期都要高(同样，为什么不是相反的呢)，否则股票的超额收益率将会减少到 20 世纪 90 年代的 8%～12%的范围，或许平均每年为 10%。[1]

我的这些"为什么不是相反的呢"现在看来都是很有预见性的。20 世纪 90 年代中期以来，我们经历了美国经济不同寻常的繁荣，公司的利润大幅增长，投资者几近狂热的乐观态度使市盈率达到历史高点。总体来看，这些因素带来的股票收益率远超过了我最初的基本估计，甚至比我最乐观的估计——13%还要高。

磨快剃刀

1991 年的那篇文章发表后不久，我就决定要更细致地阐述一下我的预测。除了各种情况下的矩阵，我还建立了一个回顾过去的模型，努力推测那些本可以却未获得的收益率。我知道每 10 年开始时的股息收益率和

[1] John C. Bogle, "Investing in the 1990s: Remembrance of Things Past, and Things Yet to Come," *The Journal of Portfolio Management* (Spring 1991), pp. 5−14.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市盈率。要做的推测就是溯及以往，估计过去每 10 年里对利润增长率的预测，以及对每个 10 年末的最终市盈率的预测。

对每个变量进行精确的预测是不可能实现的。投资者怎么会猜到可能的利润增长率，又怎么会猜到愿意为收入而投入的价格也就是市盈率呢？我不想回答这些问题。但是我把已知的初始股息收益率加回到市场已发生的平均利润增长率上，并假设最终的市盈率等于市场过去的平均市盈率。

为测试这种方法，我检验了对 1926～1989 年中 53 个滚动 10 年期的预测结果。结果相当令人震惊。除了少部分例外，标准普尔 500 指数的实际收益率和我这个完全依赖于过去的简单模型算出的结果十分相似。大部分例外发生在 20 世纪 30 年代大萧条时期和混乱的第二次世界大战时期。图 2.3 比较了 1926 年到 1997 年每个滚动 10 年期的实际收益率和模型预测的结果(如图 2.3 所示，这些预测的不准确性在 20 世纪 90 年代后期的大牛市上重现了)。用统计术语来说，预计的和实际的收益率之间的相关系数是+0.54，就算不完美也很惊人了——怎么说总比仅凭运气猜测的零相关要好，实际上它已经达到了完全相关系数+1.00 的一半多了。

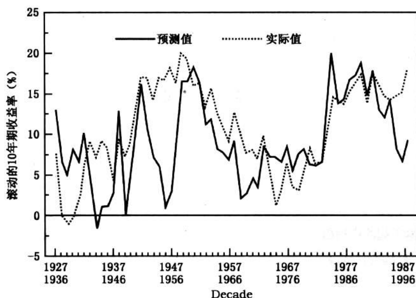


图 2.3 10 年期股市名义收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

剃刀的作用

当然，事后检验是值得怀疑的（“不断‘折磨’数据直到得出满意的结果”是一种通行的研究方法）。我这种运用实际进行检验的方法也可作为一种预测工具。最糟糕时结果会很差，最好的话结果就不确定了。

1991年的时候，我认为在接下来的10年，有理由相信股票的年收益率在10%左右。后来，在《投资组合管理杂志》上的第二篇文章中[1]，我根据历史情况发表了一个更加准确的预计。在期初股息收益为3.1%的基础上，假设每年的利润增长率为6.6%（前30年的平均水平），得到20世纪90年代的投资收益率为每年9.7%，由于当时的市盈率从15.5倍下降到了过去30年的平均水平——14.1倍，这导致投机收益率每年下降了1.0个百分点。结果是：股票市场的收益率比我稍早时的估计略低一点，只有8.7%。

我把这一发现称作理性预期理论的变种，并将它当作一种可能成为基本预测的工具。仔细地检验1926年以来的所有53个10年期后，用本模型得出的结果中有1/3相当准确，1/3比较好，只有1/3的时期表现不佳。我将这些与预测结果的偏离视为证明股票市场存在不时的异常波动的有益提醒。我一直不忘预测的易错性，因而警告说——事后看来有些预见性——“不考虑发生异常状况的可能性就运用这些新的预测工具，是很不明智的。奇怪的事情历史上的确发生过”。

请给我个地洞

我对股票收益率的分析两次都是正确的，然而却是以最不正统的方式得出的。虽然未竟全功，但预测仍然是准确的。我推算这10年中的股票年收益率为8.7%。令人惊讶的是，在预测期的前半部分（1990～1994年），实际的年收益率的确也是8.7%，因为我所依据的长期投资的基本面因素所起的作用超过了经常影响短期收益的投机因素。我在1995年《投资组合管理杂志》上的第三篇文章[2]中回顾了这次极准确的预测，我很幸



〔1〕 John C. Bogle, “Investing in the 1990s: Occam's Razor Revisited,” *The Journal of Portfolio Management* (Fall 1991), pp. 88—91.
〔2〕 John C. Bogle, “The 1990s at the Halfway Mark,” *The Journal of Portfolio Management* (Summer 1995), pp. 21—31.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运地用这个简单的模型准确预测了实际收益率。

唉，我在1991年说过异常情况也有可能发生，结果很快就发生了。反常就在眼前，它对20世纪90年代后期的股票市场产生了严重的影响，证明预测收益率是极易犯错和必须虚心对待的。从1995年开始股价暴涨并不可思议地持续了三年多，年平均收益率达到了31%！到1998年末，我早期的预测（10%上下）与现实大相径庭。就还剩一年了，股票的收益率仍高达18%。即便股市在最后一年下跌了20%，平均收益率仍将达到13.5%，而我早先最乐观的估计也就是13%（利润增长率是9%，市盈率是17倍）。

1994年之后发生了什么

在20世纪90年代后半叶，市场的强劲收益反映了两个不同寻常的情况发展。

第一，1992年开始，利润增长的速度是1926年以来的历史平均水平6.9%的两倍还多。从不尽如人意的1991年之后直到1997年，公司收入直线上升，平均年利润增长率达到了16.6%。但有意思的是，如果从1990年1月开始计算，增长率只是7.3%，比我由历史数据预测的6.6%高出一点点。我预测在初始股息收益为3.1%的情况下，基本收益率是9.7%，这与实际的10.4%比较，大体上是准确的。

第二，当公司收入开始惊人地增长时，股价中的投机因素开始变得显著。从1990年初到1998年中，股市的市盈率从15.5倍激增到27倍，自1926年以来该水平仅有一次被超过。成倍扩大的市盈率——和我计算出略低的14.1倍的历史平均水平形成强烈对比——足以解释市场实际收益率与我预测的收益率之间的差距。市盈率的这种成倍的、实际上不可预测的提高，在10.4%的基本收益率上又整整加上了6.7个百分点，这样整个股票市场的年收益率就是平均每年17.1%，仅比17.8%的实际收益率低了0.7个百分点。

补充说明一下，我最初基于市盈率回复到历史平均水平所作的预测已经被证明是错误的。这再次证实了我常对投资者说的一句话："不要认为你比市场知道得多。没人能做得到。"换句话说，在不稳定又不可预测的金融市场上，理性只能为长期投资提供一个合理的预期范围（进一步说，当我写这一章时，这个10年还没有结束，也许还有让投资者惊奇的事情发生）。根据定义，理性的模型无法预测"非理性繁荣"所产生的股市泡沫——如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们 20 世纪 90 年代后期经历的只是一场泡沫，如果美联储主席艾伦·格林斯潘(Alan Greenspan)在 1996 年对股价的警告是完全正确的话，只能留待今后判断这一历史过程了。

奥卡姆剃刀与债券市场

尽管形式不同，但奥卡姆剃刀法则已被证实预期债券市场收益比预期股票市场收益更有效。我这种简单的方法论完全不同于华尔街的经济计量学家们设计的债券市场模型，但在考虑债券市场的未来收益时，至少同样有效。

我对债券收益率的分析和股票一样从 1926 年后的历史时期开始进行考察。这 62 年的美国长期国债的名义收益率平均为 5.2%，1926～1979 年间的平均收益率很奇怪地只有 3.1%，而此后竟反常地达到 11.8%。然而债券的历史收益率(不像股票)对预测未来收益率是没有意义的。很遗憾，除了“永远别买债券”这个错误的经验外，历史不能为我们提供任何帮助。

不过，幸运的是，最简单的解释通常是最正确的，它将进一步证明奥卡姆剃刀法则。在给定的 10 年中，初始利率水平是决定随后的债券收益率的首要因素。表 2.4 提供了美国长期政府债券在每个 10 年期期初时的利率，这即便不算完美，但确实是一个很有效的衡量未来收益率的指标。初始利率水平之所以有效是因为它像股票的初始收益率一样，是一个已知量。然而，长期债券初始利率的重要性已远远超过了再投资收益率(也就是利息复利收益)和期末债券收益率。

这些变量完全符合凯恩斯有关投资回报的两个方面。我把当期利率比作是凯恩斯理论的第一要素——投资，或是创业，因为假定相关情况(如票面利率)保持不变，长期国债的利息就是对该资产在整个期限中的获利能力的最准确的说明。利息的再投资收益率和 10 年后债券的收益率对应凯恩斯的第二个要素——投机，也就是寄希望于传统的估值基础发生有利的变化。因此，在债券到期前，利率总体水平的变化将会导致债券市场价值的涨跌(但是如果持有到期，美国联邦政府将以面值赎回国债)。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.4　　10 年期债券市场名义收益率——美国政府长期债券
(1927～1997 年)

时期		初始收益率 (%)*	实际收益率 (%)	差别 (%)
开始于 1月1日	结束于 12月31日			
1927	1936	3.5	4.9	−1.4
1930	1939	3.4	4.9	−1.5
1940	1949	2.3	3.2	−0.9
1950	1959	2.1	−0.1	2.2
1960	1969	4.5	1.4	3.1
1970	1979	6.9	5.5	1.4
1980	1989	10.1	12.6	2.5
1990	1997	8.2	9.9	−1.7
平均		5.1	5.3	−0.2

* 1997 年底的收益率为 5.9%。

再投资回报率对预测债券收益率极为重要，因为在长期内，利息在债券收益中占了主要部分，从而利息的再投资回报率在重要性上会超过债券的期末收益率。但利率的变化对债券的价格和再投资回报率有抵消作用：较高的利率会降低到期前的债券价格，却又提高再投资回报率(较低的收益率则相反)。结果是初始利率仍然是预测债券在后续 10 年的收益率的关键变量，这一因素和债券后来的收益率有很高的相关性(0.937)，甚至高于奥卡姆剃刀法则对股票收益率的预测，初始股息收益、历史利润增长率与平均市盈率三者之和与实际股价的相关系数只有 0.54(如第一章所述，尽管美国政府零息债券在到期前的价格波动很大，但对于持有至到期日的投资者来说，没有了期限风险和再投资风险)。

在 1991 年发表在《投资组合管理杂志》上的那篇文章中，我用一个简单的包含了三个因素的矩阵模型而不是依赖历史来预测债券收益率。这三个因素是：长期美国国债的初始收益率、一组假设的各不相同的再投资回报率以及一组假设的 10 年期的期末利率。这个矩阵和股票矩阵的目的一致：构建一个预期债券未来收益率的框架(见表 2.5)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.5　　20 世纪 90 年代债券市场总收益矩阵

再投资收益率(%)(10 年期)		债券市场总收益率(%)*						
		6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%
到期收益率	12	6.6	7.0	7.3	7.7	8.0	8.4	8.2
	11	7.1	7.4	7.7	8.1	8.5	8.5	9.2
	10	7.5	7.8	8.2	8.5	8.7	9.3	9.7
	9	8	8.3	8.6	9	9.4	9.9	10.1
	8	8.5	8.8	9.3	9.5	9.9	10.2	10.6
	7	9	9.6	9.6	10	10.4	10.7	11.1
	6	10	9.8	10.2	10.5	10.9	11.3	11.7

* 20 年期债券的初始收益率为 9.0%。

假设初始利率为 9%，该矩阵说明：如果 10 年后的期末利率为 11%，平均再投资回报率为 7%，那么债券的收益率将会是 7.4%。相反，如果期末利率降到 7%，再投资率提高到 11%，则债券收益率将上升到 10.7%。有趣的是，在这两个相互矛盾的情况下，债券收益率的变化从 7.4%到 10.7%，跨度并不算大。

20 世纪 90 年代初，我用奥卡姆剃刀法则预测了之后 10 年的债券预期收益率。债券的历史长期年收益率平均为 5.2%，而 20 世纪 80 年代债券的年均收益率为 12.6%。我认为用 20 世纪 80 年代的收益率来比较现在的收益率有些不现实，这样的长期均值几乎不可能再次出现。也许美国国债最合理的参考点应该是目前 8.2%的到期收益率，上限为 20 世纪 80 年代的年收益率，下限为 20 世纪 70 年代中等水平的年收益率(5.5%)。

奥卡姆剃刀法则的优点在于只考虑初始利率，无须估计再投资回报率和期末收益率。到了 1994 年，在我要预测的期限的前半期，债券收益率为 8.3%，接近于我预测的 8.2%。实际上，债券的预期收益率和实际收益率的一致性就像股票市场一样。在 20 世纪 90 年代的前 5 年里，奥卡姆剃刀法则做出了两个相当准确的预测。

到了 1995 年，利率开始下降。债券的年收益率上升到了 10.4%，比我最乐观的估计只好一点。1998 年后半年以来，利率大幅下跌，再投资回报率降到 5.25%，债权的年收益率也跌到了 9.9%，并且在接下来的几年里可能还会下跌。假定利率继续保持在目前的水平上，10 年期的收益率将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为9%，接近8.3%的预测值，完全在我们的预期范围内。

准确与反常

就20世纪90年代前半期而论，很幸运的是对股票收益率和债券收益率的预测完全准确。1995年我在《投资组合管理杂志》上发表的那篇文章中指出，有这样的运气是因为碰巧收益率只代表投资基本面，而并没有太多的投机因素。我还写道，在整个10年期是否再次证实我的预测，还有待观察。现在它真的再次出现了。这10年我对债券收益率的预测十分准确，然而，股票却与我的预测完全不同，这主要是因为股市太反常了，把股价提升到前所未有的水平。

无论1992～1998年美国公司盈利的强劲复苏是否持续或者新一轮投机狂热是否会再度推动股市，一些观察家包括伦敦《经济学家》的编辑们都认为“美国正经历一场严重的资产泡沫”。《经济学家》在1998年4月刊文指出，投机狂热正好碰上货币供给的大幅增长，这加剧了资产价格尤其是股票的膨胀。

权威杂志仅仅使用“泡沫”这个词就足以置金融业于死地了。《纽约时报》以“经济泡沫理论”为大字标题，认为泡沫只是经济学家的杜撰，“就算我们费尽全力，也找不到值得担心的泡沫”。《华尔街日报》用“让我们刺破泡沫理论”调侃说，这些人是“杞人忧天的极端偏执狂”。

未来10年股票的收益率

预测未来的收益率具有很大的挑战性，不过姑且让我们来看看奥卡姆剃刀法则是如何起作用的。假定我们知道股票的历史情况，如股息收益、利润增长率和投机因素的波动性即股票市盈率等基本情况，奥卡姆剃刀法则表明1998年底的股价水平过高，下面是一些关键因素：

- 股息收益与1926年以来的平均4.3%相比，只有1.4%，是很低的。
- 盈利增长率已经从1992～1997年的高水平(每年为16.6%)开始下降。
- 1988年的盈利增长率大约为5%左右，低于第二次世界大战后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.6%的正常水平。

- 股票市盈率达到27倍的历史新高，与14倍的历史正常水平相去甚远。

与股市相比，经济正处于充分就业的水平上，没有生产过剩，再要保持这样的势头将异常困难。但看看10年前，即使假设利润按历史平均水平以6.6%增长，甚至高达10%(几乎不可能的熊市)，股票提供的基本面收益率也就在8%～11.4%之间，如果市盈率保持在27倍，单纯的投资收益率等于未来10年市场的实际收益率，与过去几年高于30%的收益率相差甚远。

值得注意的是，保持27倍的市盈率要求我们在股票市场上看待风险的方法做出重大的调整。即使新的市盈率的正常水平是20倍，在新世纪的前10年中，股票名义收益率将会比基本收益率8%～11%的范围低3%，也就是在5%～8%之间(当然，新的更高的盈利增长和市盈率也是可能的，我们在第十章将讨论这种可能性)。

另一方面，一些市场专家认为我们正在摆脱束缚美国公司利润增长的传统因素，他们相信信息技术革命和全球贸易的繁荣在20世纪90年代结构重组的阵痛中获得解放，将使得美国公司主宰这个世界。在这个美好的新时代，美国公司的利润增长将有强劲的经济保证，20倍或者更高的市盈率是正常的，而不是乐观的期望。

天生谨慎的个性使我对此有所怀疑，但是我们正在经历美国公司利润长期稳定增长的好处，这是完全可能的(再次，我想起我时常警告投资者的一句话，绝不要忘记股票市场能发生任何事情)。如果利润增长率由当前6.6%的正常水平上升到一个新的比如8%的高水平，那么更高的市盈率水平也是可能的，比如达到20倍而不是历史上14倍的正常水平。然而，即使考虑这些增加，虽然不是微不足道的，也不足以提供一个未来的收益率，能够支撑现在27倍的市盈率的股价水平。[1]

未来10年债券的收益率

对债券市场的乐观程度，稍逊于股票市场，但也不能小觑。自20世纪

〔1〕关于未来股票市场的走势，有许多专业观点，我在附录一中也写了“对1999年以后股票市场的一些想法”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

70 年代初以来，现在的利率降到了历史最低水平，长期国债的收益率只有 5.25%。因为通货膨胀率已降到了可以忽略的水平，根据历史的标准，债券仍然可以提供相对丰盛的回报。基于债券市场目前的收益率水平，奥卡姆剃刀法则说明债券收益率能够变动的范围很小。

● 在“正常”的假设下（利率在 5%～9%之间），未来 10 年内的债券收益率大约是 5%上下波动 1%。

● 在极端条件下（利率在 4%～10%之间），债券收益率最高能达到 8.6%，最低为 3.1%。

● 在这些极端情形下，债券总收益对期终收益率的敏感性约为对再投资回报率敏感性的 2 倍。因此，此后 10 年的债券收益率将会是多少的棘手问题使得传统的预测方法受到极大的挑战。

我既没有说在短期内利率不可能达到 4%或者保持不变（尽管这的确看上去不可能），也没有说它不可以达到 10%（这也是不太可能的）或保持不变。相反，我要指出最基本的一点是，当我们知道目前的票面利息时，我们就知道了未来 10 年债券收益的大致情况。然后，我们就可以集中精力来讨论其他的假设：利息的再投资回报率是多少？期终收益率又是多少？

面对未来

我不想为奥卡姆剃刀法则辩护，也不想为我在评价收益率时使用的三步法的简易性辩解。即使意识到了印象派大师雷诺阿（Renoir）所说的“没有什么比简单化更能让人感到为难”，我还可以再增加一句：“也没有什么比指望用线性的方法通过过去的收益率来草草地预测未来更加无用。”金融杂志上有太多复杂的学术性的投资策略和预测方法，它们都只是在追述历史，而且通常只依赖于某一特定的时期，其中有一些纯粹是迷信。奥卡姆剃刀倡导的简单化原则可以帮助我们消除由混杂的投资理论所引起的困惑，通过研究过去的收益率所得到的经验教训，结合对影响未来收益的因素的评判，这种方法提供了描绘未来可能性的简单又合理的途径。奥卡姆剃刀告诉我们的不是股票和债券未来可能的收益率，而是给定任何我们希望假设的收益率，影响它的要素应该如何取值。

你大可不同意我的观点，也许是因为我们都知道在金融市场上，任何事情都可能发生。问题就在这里。没有理由固守理性的预测方法，因为市场并不总是理性的。做出一个判断应该受到鼓励，但是任何对以上理论的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

否定，必须要以事实和数据为根据，而不能仅靠直觉。仔细考量奥卡姆剃刀，将有助于投资者对如何投资做出明智的决策。如果我们仅仅关注投资的基本要素而忽略投机的干扰，我们将和沃伦·巴菲特得出同样的结论：

“短期股票市场不过是一个投票器，长期股票市场才是一部起重机”。[1]

预测未来收益率有多重要

迫使投资者不去想像市场的未来状况是不可能的。在本章，我首先分析了影响收益率的一般因素。这些因素值得好好体会，但我们还须面对现实。对投资的基本面和投机因素之间的关系的理性分析也只能让我们尽可能准确地预测未来的收益率，这个游戏可能对长期投资者没有价值。总之，用我们的投资组合孤注一掷是很愚蠢的，哪怕它获利的可能性有80%，也不见得比55%对我们更为有利。

彼得·伯恩斯坦和罗伯特·阿诺特最近在《投资组合管理杂志》上发表了“应该真的在乎熊市或牛市吗?”一文，对这个问题做了回应。他们的结论是：“对大多数长期投资者来说，并不像人们所认为的，牛市就一定能受益，熊市就一定会损失惨重。”他们正确地指出：“牛市提高了资产价值，但也会减少投资组合未来的收益，而熊市则相反，现在减少了资产市值，会通过未来收益的增长得到补偿，其实是一样的。”[2]最理想的情形莫过于在投资之初遭遇熊市，而在投资结束之时碰上牛市，但这个时机很难把握。

那些相信市场的态势能够持久的人，认为个人投资者会源源不断地将钱注入市场，并且认为当下我们正处于全球增长的新纪元，将会坚定不移地保持其投资组合，甚至不断增仓。但那些和我一样看重诸如盈利和股利等基本因素的人，以及相信历史会重演的人会持有谨慎的态度去考虑牛市中影响收益的因素。而那些相信股灾就在眼前的人则会考虑大幅减少其头寸。无论未来怎样，我认为股票应该作为长期投资的选择，在资产配置

[1] “Look at All Those Beautiful Scantily Clad Girls Out There,” *Forbes* (November 1, 1974).

[2] Peter L. Bernstein and Robert Arnott, “Bull Market? Bear Market? Should You Really Care?” *The Journal of Portfolio Management* (Fall 1997), pp. 26—29.



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的平衡中占据主导地位。

因此，富有智慧和常识的投资，应当理性地考虑未来，总是在股票和债券之间合理地分配比例，避免轻易地对这样的比例做过大的修改，怀疑一切预言，包括我的预言。如果你已经为资本累积制定了一条精明的路线图，那么无论发生什么，也不要改变。

通过介绍奥卡姆剃刀和简化的作用，我希望读者能够理解基本面和短期的概念，以及投资和投机的含义，希望这有助于大家理性地预期股票和债券的长期收益范围。现在，我们可以专注于长期投资策略最基本的要素，在股票和债券之间配置我们的资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章 资产配置

——业绩归属之谜

资产配置不会比强斯得自花园里的教训更为复杂。我们带着信心在金融市场上进行各种投资活动，将投资组合分配到不同的资产类别中，它们各自在经济周期的不同季节绽放，又在不同的季节枯萎。遵循着简单的多样化逻辑，我们最大限度地参与市场的收获季节，同时确保度过短缺时期。

几乎对所有的投资者来说，主要的可选资产类别为：普通股（追求最大总收益），债券（追求适当的收益）和现金储蓄（追求本金的稳定性）。上述三种资产风险各异：股票最不稳定，债券次之，而现金储蓄的名义价值坚不可摧。



从《塔木德》到现代投资组合理论

现代投资组合理论是过去 25 年以来，金融学术界借助严格的统计模型形成的多样化投资的简单逻辑。这个理论以发展投资组合为基础，最优化投资者所承担的风险和收益，已被大多数投资者所接受。在这里，风险被定义为期望收益率的短期波动。

从最广泛的意义上看，现代投资组合理论指出：投资组合的构成应当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

包括所有流动资产类别——不仅是美国的股票、债券和现金储蓄，还有国际投资、卖空头寸、外汇和金融市场上的各种珍贵物品（如黄金）。理论上，这样的范围也许令人关注，但基本的情况无须如此复杂。确实，1 400多年前的犹太法典《塔木德》（Talmud）就提出了这个简单的资产配置策略："一个人应当总是以三种形式持有财产：1/3 是房子、1/3 是商品、1/3 是流动性资产。"[1]我的建议和这条古犹太传统律法没什么区别。

不过，我所关注的可不是房产和商品，而是形成投资组合的有价证券：股票和债券。简单起见，我忽略了诸如货币市场共同基金等现金储蓄，因为它们提供的收益往往都不大，只能算作为解决短期或紧迫的需要而进行的储蓄，不能算是为了长期的资本积累进行的投资。对投资者而言，短期债券是对货币市场基金的更好的替代品。因为相对而言短期债券对利率变动不太敏感，而长期债券很敏感。本书所举的大部分例子都是关于中长期债券的。

和《塔木德》中的资产配置建议一样，我的准则也很简单：刚开始比较粗略，2/3 投资到股票上，1/3 投到债券上。从进入该行业的那天起，已故贤师沃尔特 · L. 摩根（Walter L. Morgan）的投资组合平衡理念就开始影响我了。他是一位行业先驱，也是惠灵顿基金（Wellinyton Fund）的创始人。这种平衡对股票市场上获得的收益加以优化以达到诸如为退休累积资产的投资目的；但它也通过持有债券将损失的风险控制在可以承受的范围内。尽管（也许正是因为）在一些投资顾问看来，股票的长期牛市使得这种平衡的投资组合看起来既过时又愚蠢，我还是比以前更加热衷于提倡平衡的投资组合。

我的投资准则考虑了投资的 4 个方面：收益、风险、成本和时间。当你将长期投资组合配置在股票和债券上时，你必须决定期望的实际收益及所承担的风险。你还必须考虑到投资所带来的成本，因为成本往往会减少收益并且（或者）增加必须承担的风险。把收益、风险和成本想像成一个三维立方体的长、宽、高。然后把时间想像成与另外三个因素相互影响的第四维度。比方说，如果时间跨度长，你就可以承担比时间跨度短的时候更多的风险，反之亦然。

[1] Kenneth L. Fisher and Meir Statman, "Investment Advice from Mutual Fund Companies: Closer to the Talmud Than to Markowitz," *The Journal of Portfolio Management* (Fall 1997), pp. 9—24.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险就在眼前

至此，我多数是以学术语言来描述风险，即标准差或者是月度收益、年度收益的波动率（如第一章所述）。然而，风险实际上难以量化。它关系到多大的损失不会对你的钱包和心理造成超出承受能力的伤害。1926 年通常被认为是现代股票市场可获得确切统计数据的第一年。表 3.1 显示的就是自 1926 年以来，针对投资者对股票和债券的不同配置，损失频率和损失程度的历史资料。这段时期中股票市场大约每 3 年半产生一次负收益，平均损失为 12%。该表也显示了不同的债券持有比例（从 20%到 80%不等）对平均损失的抵消和减轻程度。例如，如果使用一个典型的保守平衡策略，持有 60%的股票和 40%的债券，受损年份就不是 20 年，而只有 16 年——平均每四年一次——平均的损失约 8%，少了近 1/3。

表 3.1　　风险与资产配置（1926～1997 年）

股票/债券的配置(%)*	亏损年数	平均每年损失(%)	3 年亏损(%) 1930～1932	2 年亏损(%) 1973～1974
100/0	20	−12.3	−60.9	−37.3
80/20	19	−9.8	−45.6	−29.2
60/40	16	−8.2	−30.2	−21.1
40/60	15	−5.5	−14.9	−13.0
20/80	14	−3.7	0.5	−4.9

* 资产配置比例每年不再重新调整。

1929～1932 年之间的市场下跌也许是最坏的情形。当时，一个全部为股票的投资组合损失了 61%，可是债券却赚了 16%。如果一个投资组合 40%为债券，60%为股票，它在这 3 年中的损失就大约是 30%，只有上一种情况的一半。40 年后的 1973～1974 年间，我们经历了过去 67 年中第二个最具灾难性的时期（有趣的是，这两年是 25 年前股票市场最主要的萧条时期）。如果在那时只投资股票，和现在牛市上最热情的“拉拉队队长”所鼓吹的资产配置一样，其价值将会损失 37%（包括股利在内）。如果在投资组合中加入 40%的债券，损失就能减少很多。虽然在短期，损失 21%



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的本金可谓损失惨重，毕竟也只是37%的一半多。

各时期的风险

这些例子表明债券是比股票更好的投资方式吗？一些在1973～1974年的股灾后变乖了的投资者很可能得出这种结论。而对于长期投资者来说，这么认为是灾难性的。因为在接下来的23年里，股票的平均收益率是16.6%，而债券只有10%。如果投资40%的债券和60%的股票并保持这一比例，将获得14.6%的收益率(期末时，股票比例本应增长到86%)。

最好把债券当作是一项常规收入来源以及一种对股票组合的适度调节，而非股票的投资替代品。记住，长期投资者的目标不是在短期内保护资本，而是为了获得实际的、扣除通货膨胀之后的长期收益。股票市场能产生极其严重的短期损失，但正如第一章所述，股票的长期实际收益几乎一直比债券高——实际上从1802年以来，在95%的25年期和80%的10年期中股票市场收益表现都要好于债券市场。

实际债券收益是可变的，不过稳定在长期均值3.5%处——仅有股票实际收益7%的一半。换言之，股票收益所提供的购买力增长是债券的两倍多。就像之前已证明的那样，这种很小的差别经过几年的复利，将会产生巨大差异。虽然股票在短期内极具波动性，长期投资者完全可以承担这些风险。

还有一点不要忘记，收益率会随时间推移显著增加，因而风险也会显著下降。如图1.3所示，股票收益的波动随着持有期增加而迅速下降。股票的一年期标准差在25年内从18.1%下降到了2%，但大部分下降发生在后10年里，当时的标准差为4.4%。

从平衡中受益

平衡的投资计划最大的好处在于它可以使风险达到最令人满意的水平。组合中加入的债券部分可以缓和股票的短期波动，同时也给不喜欢风险的长期投资者信心和勇气，将大量资产置于股市。要根据个人的具体情况——投资目标、投资时限、愿意承受的风险程度和资金来源——在股票和债券之间加以平衡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3.2 给出了在各种配置下能够获得的收益：(1)从 1973～1974 年股灾前 2 年到股灾期间持有股票；(2)在 1973～1974 年股灾以及股灾后 2 年持有股票；(3)整个 6 年持有股票，包括股灾期(由于股票和债券市场业绩的差异会改变初始配置比例，表中数据均假设在每年末将其重新调整到初始配比)。

表 3.2　　风险、时间与资产配置(1971～1976 年)

股票/债券的配置(%)*	年化总收益(%)			
	1971～1974 年	1973～1976 年	1971～1976 年	1971～1997 年
100/0	−3.9	1.7	6.4	13.3
80/20	−1.8	3.1	7.0	12.7
60/40	0.2	4.4	7.4	12.0
40/60	2.1	5.5	7.7	11.2
20/80	3.8	6.4	7.8	10.4
0/100	5.4	7.1	7.9	9.2

* 每年重新调整资产配置比例。

按强斯的话简单来说，即使没有夏天，先前的春天和随后的秋天也可以使几乎所有的投资组合获得正收益。只有股票份额占到 80%～100% 的激进型投资组合可能会遭受亏损，但也只在 1971～1974 年发生过。由于我们所考察的这三个时期刚好处于十分严重的熊市，所以债券的比例越高越好。事实上，100%的纯债券投资组合的收益最好。

不过从长远来看，数据强烈支持持有大量股票的长期投资行为。1970 年后的 27 年里，投资组合收益随着组合中股票的份额同步增长。如表 3.2 所示，含 80%的股票和 20%的债券的投资组合每年收益率为 12.7%，而配置比例相反的投资组合的收益率仅为 10.4%。整个时期中，价值10 000美元的偏重股票型投资组合增长到252 300美元，而偏重债券型投资组合只达到144 600美元，比前者低了107 700美元。投资组合中股票的比例越高，平均长期收益就越高。像 1970 年初一样，尽管市场存在严酷的冬天，但季节迟早是会变的。春天来了，接着就会是夏天。一个正确平衡的投资组合是获利的最佳途径。



找到自己的平衡组合

如何根据自己的需要确定适当的平衡组合呢？我仍然提倡如图 3.1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所示的简单模型：一个四个象限的矩阵，它向投资周期中处于不同年龄阶段的投资者提供资产配置建议。模型认为在长期，股票收益要高于债券，1802 年以来，概莫例外。但股票的收益更不可预测，因为其标准差很高。这些假设与历史记录一致。

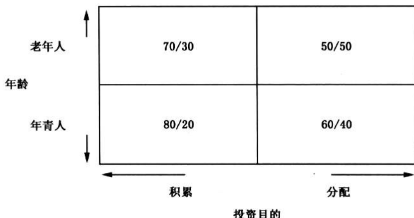


图 3.1　基本的资产配置模型(股票/债券)

矩阵的主要观点基于常识。在个人投资周期的"累积"阶段，当你要积累资产时，你要把可以拿去花掉的钱攒下来(尽管不容易，但必须要做)，拿去投资。并把股利和资本利得用于再投资。因为你不需马上使用这些资产，你可以将其投入风险较高的项目中以追求更高的收益。年轻投资者可以将 80%或更多的资产投资于股票，剩下的投资于债券。多年后当你变老时，就只剩下更少的时间去弥补投资组合的价值下跌。因此，这时你最好将股票的比例限制在 70%以下。

在投资周期中的"分配"阶段——当你享受积累阶段的果实时——你依靠一个相对稳妥的资产组合产生所需的收入。你不断地提取投资产生的收益，不愿承担大量的短期损失。在分配阶段的开始，你可以把股票的配比减到 60%左右。随着年龄的增长，你可以将它削减到 50%。即使在那时，要想获得一个足够的收益也相当具有挑战性。1998 年下半年的蓝筹股收益约为 1.49%，美国国债收益约为 5.4%，股票和国债各占一半的投资组合收益为 3.3%。给定股票和债券基金的平均操作成本，类似的共同基金投资组合收益率就只有 2%，意味着你的收入减少了约 40%。这个简单计算强调了基金成本的巨大影响。我之所以一直强调基金成本在投资决策中的重要性，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是为了强调在进行资产配置时，对基金的选择要非常慎重。

在制定个人资产配置方案时，要根据自己的经济状况、年龄、投资目标、风险承受能力来修改矩阵中的指导方针。对于可承受高风险的年轻投资者（25岁左右），开始为退休而累积资本，只要他相信坚持就能获利，就算将资金全部投资于股票也非轻率。在分配阶段，一个对风险十分厌恶、又拥有大量资产的老年投资者可以将股票的比例控制在30%左右。这类决策的关键在于处理投资金额和已有资本之间的关系。对一个刚入门的年轻投资者来说，时间就是他最好的朋友，而且一开始几乎无力承担风险，他可以每个月拿出150美元投入个人退休储蓄账户（或者企业养老计划抑或是储蓄计划）。但是对于一个老年投资者来说，因为资金的数量更大，就必须要同时考虑投资收益率和风险造成的损失。对于一个拥有税收抵免计划、收入还不错的投资者来说，工作40年积累起超过100万美元的资产应该是很平常的。

综合考虑年龄、资产与资产配置

年龄和资产水平的组合对风险承受水平的反应是不言而喻的。一个刚开始积累资本的年轻人，只投入了很小的部分，可以承受较高的风险，能够追求最大限度的股票收益，并依赖时间来抚平短期收益的波动。但是，一个积累了大量资本的老年投资者没有多少时间挽回可能的损失，因此应该寻找确定性更高、风险更低和收益更加持续的投资，即使以降低收益为代价，也应当坚持不懈。

有许多相互矛盾的看法，比如你很年轻也能维持生计，为什么要去承担股票的风险呢？如果你是老人并且有足够的退休收入，为什么不继续投资于股票，将你最大可能的财富留给子孙呢？难道不是投资者越年轻，投资时间就越短，岁数越大，投资时间越近于无限吗？

还有一些无法避免的事实：你负债多少？你的现金流量是正还是负？你的收入在增加还是在减少？孩子的大学教育你准备得怎样了？你的养老金（包括社会保障）给付预计是多少？你是一个激进的风险喜好者还是一个谨慎的保守派？



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学术界现在也在讨论人力资本和金融资本的问题。年轻的靠工资收入为主的劳动者未来收入的现值降低了投资的重要性。可以这么说："我就是我的投资组合中的最大资产。"相对于他们可能积累起来的较少的金融资本，个人难道不应该通过最大化自己的人力资本潜能更好地规划自己的人生吗？难道人力资本价值和股票市场价值不是都极大地受美国经济增长影响从而变得高度相关吗？

所有这些问题都很难回答，但值得仔细考虑。不过，我认为将年龄和资产水平用作建立资产配置基线的经验法则对于大部分投资者来说（当然，并非所有）是一个明智的开端，他们最初面临的无穷多的选择会掩盖最优方案。资产配置可没有万灵药，只能相对合理地——尽管并不完美——应对金融市场的变化无常。

平衡的微调

一旦决定了长期资产配置策略，你必须要决定这种平衡是相对固定的还是动态的。有两个主要的选择：(1)保持投资策略的比例固定，定期买卖股票和债券使投资组合恢复到最初的配置；(2)确定最初的资产配置，然后听任投资收益改变配置比例。在后一种场合，初始配置将会逐渐改变，最终体现股票和债券的相对业绩。

在第一种选择——固定的资产配置比例下，你需要不时地对投资组合重新平衡。如果股票市场很强劲，会将最初的投资比例由60%的股票和40%的债券变成70%的股票和30%的债券。这时你需要卖出股票，买进债券。对于税收递延的退休金账户，这个很容易操作，因为对投资组合所做的调整不会产生任何税收负担。不过对于应税账户来说，出售证券可能引起不利的税收负担。如果你的财产大部分放在应税账户上，明智的投资决策是将后续的资金都投资于债券，并逐渐使投资组合重新恢复到最初的比例。固定比例策略的优点就是你可以自动锁定收入，而且当股票价格上升时，能降低股票的风险头寸。相反，当股票价格下降减少了股票头寸时，为保证风险和收益相对稳定在最初的水平，你就要增加股票的持有量（用出售债券的收入或者新增投资）。相对于那种无所事事、任凭股市波动调节投资组合风险敞口的策略（这种策略在直觉上比较简单，但获利性较差），许多投资者觉得股票和债券的稳定平衡会让人觉得更加安心（这个策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

略直觉上不太好接受，但更容易获利)。

如果让最初选择的资产配置在随后任意游走，实际上是遵循了一个善意忽略的决策。因为一旦你决定了初始的资产配置，风险和收益的关系将会随着金融市场的节奏改弦更张。如果初始的配置是60%的股票和40%的债券，最终的结果有可能变成75%(或者更多)的股票和25%(或者更少)的债券。以最近为例，在1982年的牛市开始之前，某投资者持有50/50的股票和债券，如果自由放任，这个投资规划在16年后就变成了76%的股票和24%的债券。

还有第三种选择，但只针对大胆和自信的投资者。这种选择并没有放弃"保持组合配置比例不变"的原则，但是如果将要遭受暴风雨天气的威胁时，它允许在进程当中加以适当的校正。如果理性的预测表明:某类资产比另一类资产提供了更好的投资机会时，就可以向更好的资产适当倾斜，这种策略就是所谓的"策略资产配置"。这是一个乐观的临时性的进取策略。如果你有技巧、洞察力和运气，那么显然会获得比前两种方法更好的长期回报。

能够拥有技能和洞察力是很重要的，尽管所有人都倾向于在这两个方面高估自己的能力。运气其实也很重要。许多投资者的判断是正确的，但在时间上错了，太早或太晚都无济于事。要是使用策略资产配置，应该将其限于资产的一部分，即如果最优配置是65%的股票，那么将任何可能的调整限制在15%以内(50%～80%的股票)，而且应当渐进地进行调整。希望同时拥有洞察力、技巧和运气，并且在一天之内将多余的股票头寸售出，又能在合适的时候再补回头寸的想法，在我看来是十分荒唐的。谨慎的策略配置可能对一些胆大的人有吸引力，而全面鼓吹策略配置的战术只能用来诱惑傻子。

为什么要促使策略资本配置进行适当的调整呢？举个例子，考虑到股票相对于债券估值过高了，那么只有坚定、勇敢和自律的投资者会从谨慎中获益。我说的只是对谨慎持谦恭的态度，而不是完全屈服于它。在一个不免未知的世界中，股票头寸的削减不应该超过15%，如果投资组合中股票有65%，则至少要保留50%；如果有50%则至少保留35%，依此类推。小心代表谨慎，如果你是相对厌恶风险的人，那么谨慎可以使你更能放心睡觉，这可是个不小的福祉呢。绝非只有有投资经验的人才能理解上面说法蕴含的哲理，别的领域中也有类似的说法："世上有老到的飞行员，也有大胆的飞行员，但却没有既老到又胆大的飞行员。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三维度

一个理想的资产配置显然包括了两种投资维度：风险和收益。投资成本作为第三种维度，虽然更加微妙但却同等重要。在共同基金业中，认为成本对资产配置有重要影响的观点没有得到广泛的共识。毕竟在这个长期的牛市中，股票的年收益为 20%，甚至这些年都到了 30%，而债券目前的年收益却只有大约 5.5%。这使得资产配置的重要性远远超过了对成本的考虑。每年的成本都占很少几个百分点。因而从专业的眼光看，必须最先考虑资产配置。基金业对成本的忽略，暗示成本是无关紧要的，这样的行业认知是错误的。

但是，1986 年发表的一个严谨的学术研究似乎反倒支持了这个行业认知。在《金融分析师杂志》(*Financial Analysts Journal*)上，布林森(Brinson)、胡德(Hood)和毕勃沃(Beebower)写道："投资政策(资产的配置)决定了投资策略(市场择时和证券选择)，平均解释了退休金回报率波动的 93.6%。"[1]这项研究是资产配置领域的一个开创性文献，也是引用最多的。

作者们又说："尽管投资策略能够产生巨大收益，但比起投资政策——选择资产类别并确定权重——要逊色多了。"换句话说，资产配置的收益贡献使其他因素变得都不重要了。

这个发现来自 1974～1983 年的数据，同一批作者又在 1991 年出版的《金融分析师杂志》上用 1977～1986 年的数据再次证实了他们的观点。[2]到 1987 年末，资产配置的影响占到了 91.5%，变化不大。

理财圣经

只要理解得当，就会发现上述结论是毋庸置疑的。但不幸的是，这个结论经常被误解。它经常被用来佐证不同的资产配置导致了退休金年收

[1] Gary P. Brinson, L. Randolph Hood, and Gilbert L. Beebower, "Determinants of Portfolio Performance," *Financial Analysts Journal* (July/August 1986), pp. 39－44. Quoted passage is on p. 39.

[2] Gary P. Brinson, Brian D. Singer, and Gilbert L. Beebower, "Determinants of Portfolio Performance II: An Update," *Financial Analysts Journal* (May/June 1991), pp. 44－48.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益率的差异，而不是收益波动的差异。必须说明的是，起初我也犯了同样的错误。当时我认为对股票、债券和现金进行的不同资产配置可以解释“机构管理的养老金收益高达94%的差异”。高兴的是，我最终还是得到了正确的结论：“如果基金长期投资者更多地关注股票和债券的投资配置比例，而不去关注基金持有的具体的股票和债券，将获得更好的收益。”尽管我现在还坚持这个结论，但要补充一点：“成本必须不变且很低。”换句话说，就是要在低成本的基金中进行选择。

威廉·扬克(William Jahnke)曾凭借发表在《金融分析师杂志》上的一篇著名文章获得了1997年度的“格雷厄姆及多德”奖。该文提到了那个广泛存在的曲解，[1]他指出：尽管资产配置可以解释投资组合收益波动的93.6%，但短期收益的适度波动对大多数投资者来说几乎没有影响。使用原始的研究数据，扬克认为投资政策——养老计划在股票、债券和现金上的正常配置——只能解释长期总收益差异的14.6%。紧接着，扬克提出了自己更有力的结论：“对于大多数个人投资者来说，成本才是投资组合业绩最重要的因素，既不是资产配置方案，也不是市场择时和证券选择。”[2]

在我看来，资产配置和成本这两项都很重要，而且相比这两项，投资的其他因素都微不足道了。

成本如何改变投资前景

布林森、胡德和毕勃沃的研究(下文简称BHB)并没有考虑咨询费、管理费和托管费。平心而论，他们确实不必考虑，因为这项研究的重点在于基金之间的收益波动性而非累积年收益。何况机构养老金计划的咨询费差别很小(竞争使得费用占资产的比例仅在每年0.4%～0.8%之间)。因此，成本对结论的影响很小。

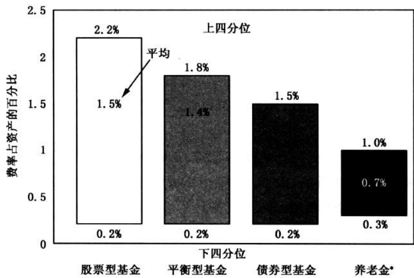
但是对于共同基金业情况就完全不同了。各个基金的成本差别很大，且一般高于养老金收取的成本，股票型基金的费率平均为每年1.5%，范围从0.2%到2.2%不等。平衡型基金目前的平均费率是1.4%，在0.2%到1.8%或更大的范围内波动，而债券型基金的费率在0.2%到1.5%之间

[1] William Jahnke, "The Asset Allocation Hoax," *Journal of Financial Planning* (February 1997), pp. 109—113.
[2] William Jahnk, "The Asset Allocation Hoax," *Journal of Financial Planning* (February 1997).



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或更大(见图 3.2)。共同基金成本的差异对季度收益影响很小,但是对长期收益的影响却很大。大量数据有力地证实了在长期收益的决定中,成本与资产配置同样重要。底线是:成本确实很重要。



* 估计值。

图 3.2 资产组合的费率

我之所以选择平衡型共同基金来分析成本的作用,因为其资产配置模式与 BHB 研究的养老金的资产配置类似:通常约有 60%～65%的资产投资于普通股。一项对 1997 年 12 月 31 日为止的 10 年期的研究再次证实了 BHB 的基本结论:资产配置的影响大于市场择时和股票选择的影响。实际上,平衡型基金季度收益波动的 84.9%可以由资产配置来解释。这与对养老金的研究结果十分相似,通过表 3.3 的对比,就可以看出其相似性的显著程度。

表 3.3　　收益波动的来源*

因　素	BHB 的研究	共同基金的研究
配置策略	92.5%	84.9%
组合改变与证券选择	7.5%	15.1%
总　计	100.0%	100.0%

* BHB 的结果取 1986 年和 1991 年研究结果的平均值;共同基金的研究基于 1997 年 12 月 31 日为止的 10 年期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们把基金间的收益波动分析转向对总收益率的分析，养老基金和共同基金在扣除费用前的收益仅比以市场指数为基准的收益略低。在 BHB 对养老金的研究中，用标准普尔 500 股票指数作为股票的基准，在第一个和第二个研究中分别用雷曼政府与公司债券指数和所罗门投资级债券指数作为债券的基准，而现金的基准则用美国国库券来代表。在对平衡型共同基金的研究中，我们使用了类似的基准：标准普尔 500 股票指数、雷曼中期公司债券指数和美国国库券[如果用全市场的威尔逊 5000 股票指数(Wilshire 5000 Equity Index)来代替标准普尔 500 股票指数，对 BHB 和我的研究结果都没有太大影响]。

我们所看到的(似乎不随着时间改变)正是积极的投资经理的失败：总的来看，即使在扣除成本之前，这些基金的业绩平均都低于市场指数。无论他们管理的是养老基金还是共同基金，都不太成功(见表 3.4)。

表 3.4　　共同基金和养老基金投资经理的业绩

扣除成本前的收益	养老金研究	共同基金研究
指数综合收益率	11.8%	14.2%
基金回报(扣除成本前)	11.2	14.1
扣除成本前的差异	−0.6%	−0.1%
扣除成本后的收益		
平均费率	−0.6%	−1.1
基金收益(扣除成本后)*	10.6%	13.0%
扣除成本后的差异	−1.2%	−1.2%

* 扣除销售佣金。

积极投资经理的业绩还比不上被动的市场指数，反映了个股选择的无关紧要(或者如果你同意，可以认为市场是高度有效的)。实际的价值缩水很可能起因于投资组合的交易成本(尽管难以精确量化，但肯定存在)。养老基金和共同基金相对于消极的指数组合的不足，毫无疑问是因为这两个因素发挥了重要的作用。

一旦考虑营业费用，投资经理们的失败就更明显了。[1] 表 3.4 也显

[1] 如果我们考虑基金销售佣金，共同基金的收益比市场组合会更低。对收佣基金来说，收取的销售佣金约占年收入的 0.6%。收佣基金和免佣基金合起来，收益要比市场组合低 0.4 个百分点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

示了扣除成本以后的研究结果，两种基金的总收益率都比市场收益率低1.2个百分点，大致相当于市场指数收益的8%。在共同基金收益低于市场指数的部分，各类费用占到了92%。更需要说明的是，自该研究开始的这10年中，平衡型共同基金的费率平均从1.1%升至1.4%，这意味着未来平衡型基金收益和指数平均收益之间的差距会更大。

事实证明，平衡型基金的净收益与成本间存在系统性的关联。实际上，要是不考虑成本，第二、第三、第四分位基金的总收益都相等，约为14%（见表3.5）。无疑，每一分位组中，低成本都会带来高收益。

表3.5　　平衡型基金：收益与成本（1987～1997年）

成本四分位组别	净收益（%）	费率水平（%）*	总收益（%）
第一分位（成本最低）	14.0	0.6	14.6
第二分位	13.2	1	14.2
第三分位	12.6	1.2	13.8
第四分位（成本最高）	12.1	1.7	13.8
平　均	13.0	1.1	14.1

*在1998年，4个分位组的成本分别为：0.7%（最低）、1.0%、1.2%和1.9%（最高）。

更重要的是，成本最低的平衡型基金并没有承担比平均更多的风险，却能获得更高的收益。不同平衡型基金资产配置方案的差异（有四只基金持有普通股的比率明显比平均水平高）导致了总收益上的显著差异。但如果考虑风险（用标准差来度量），只有低成本四分位组的经风险调整后的收益比较突出。特别是低成本组的风险调整后的平均收益（用夏普比来衡量[1]）比高成本的基金要高出15%，而成本排在第三高的组别，其风险调整后的收益比平均低4个百分点（低成本组别的平均夏普比是0.94，而三个高成本组为0.79），这种关系强有力地支持了"成本很重要"的观点。

对平衡基金研究的结论，给BHB的研究提供了一个重要的补充："虽然价格投资策略可以产生巨大收益，但相比投资方案的作用却相形见绌，

〔1〕夏普比由诺贝尔奖得主威廉·夏普（William Sharpe）提出，通常用来计算风险调整后的收益，意指每单位风险（准确来说是由标准差代表的波动性）的年收益率（超出美国国库券代表的无风险收益率的部分）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，成本也会对总收益产生重要的影响。”

该结论不仅来自于所研究的平衡型基金的有限样本，也来自于对1991年到1996年间运营的所有741只美国国内股票型基金的详尽分析。无论基金是什么投资风格(成长型或价值型)，还是有多大市值(大规模或小规模)，低成本的基金都比高成本的基金业绩要好，我们将在第六章进一步讨论这个问题。在第七章讨论债券型基金时，我们可以得到同样的结论。

低成本扩大基金收益

总之，低成本系统地提高了低成本基金的总收益优势，给予它们更大的利润空间。这不是随机因素所造成的。或许高成本基金会获得额外的收益，也可以用低级别债券来抵消额外的开支，但是隐含的额外风险会随之产生。对于平衡型基金来说，成本每减少10个基点，就增加了17个基点的净收益。这样算来，杠杆效应几乎将高成本的负影响扩大了一倍。

我们举一个例子来理解上面的计算：一个净收益为10%的高成本平衡型基金，相当于一个收益率为11.1%的低成本平衡型基金(高成本平衡型基金的成本平均为1.7%，而低成本平衡型基金为0.6%，相差1.1%)，而且其总收益率大约是11.9%，这等于使年收益率为10%的高成本基金的收益率提高了19%。经过10年的复利，这个优势会变得相当大，25年后就更不得了，50年后就是个天文数字，价值大约翻到了2.5倍，从117.4万美元增长到276.4万美元(见表3.6)。50年的时间不算太长，对一个25岁开始投资于401(K)免税储蓄计划的投资者来说，活到75岁就可以靠这笔钱享受了。

表3.6　　成本对1万美元投资的累积影响

年　数	高成本、10.0%的收益(美元)	低成本、11.9%的收益(美元)
10	25 900	30 800
25	108 300	166 200
50	1 173 900	2 763 800

既然成本如此重要——以及随之而来的杠杆效应——我们现在就集中探讨长期股票收益和债券收益的关系，看看成本对资产配置政策的影响。

世界资本经典译丛



The World Classics of Investment

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于成本的三种视角

投资者的传统观点是把基金费用看作是资产的一个百分比——在共同基金行业，称作费率。年费率在低成本股票型基金中（通常是市场指数基金）占到了资产的 0.2%，在平均成本股票型基金中是 1.5%，在高成本的股票型基金中（费率排序最高的一组）是 2.2%。即使是其中最大的数字对成本的影响，因为不了解也有受到轻视的迹象。投资者会问：“1 个百分点左右的差距真有这么重要吗？”

第二种观点认为成本的确很重要：将费用看作是进行 10 年期投资的初始投资金额的一个比例，低成本基金是 2.8%，普通基金是 19.8%，而高成本基金正常（或许不正常！）为 28.1%，把这些比率换成美元来考虑会使这种观点更有说服力。对于最初投资的 1 万美元（假使投资年收益为 5%），如果年成本为 0.2%，那么 10 年就要花费 280 美元，但如果成本是 2.2%，10 年的成本就是 2 810 美元！这可是“真正的美元”。可以想像，共同基金业并不喜欢这种观点，因为成本给了他们巨大的救济。

第三种观点把成本看作是股票预期年收益的一部分。如上例，费率为 0.2%、1.5%和 2.2%，假设长期市场收益为 10%，成本就占年收益的 2%、15%和 22%，使投资者净收益分别减少到 9.8%、8.5%和 7.8%。尽管减少的数额不小，却很少被基金销售者所提及，但这是残酷的现实。

第四种视角

关于成本还有第四种观点：成本是股票风险溢价的一部分。这是最引人注目的一种观点，让我们以一个简单的例子来评估成本对股票风险溢价的影响。假设美国长期国债的预期收益率为 6%，股票的期望收益为 8.5%，这样，风险溢价就是 2.5%。举个极端的例子，股票相对于美国长期国债的风险溢价是 2.5%，如果股票型基金的成本高达 2.5%（例如，费率是 2%，交易成本为 0.5%），投资者作任何选择都是无差异的，也就是说，两个投资的长期收益是相同的，额外的风险没有任何补偿，成本完全消耗了股票的风险溢价。

根据这个观点，各种投资成本——咨询费、交易成本和其他支出都在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蚕食风险溢价。差别仅在于程度问题，尽管对于最高的成本水平，情况有所不同，因为它完全改变了收益的特征。表3.7显示了在各种风险溢价水平上，由共同基金的费用所侵蚀的部分。为简单起见，忽略了交易成本，它相当于在费率上增加0.1%～1%。对于这个观点，人们虽然有所怀疑但仍然未加深究。

表3.7　股票风险溢价被成本侵蚀的部分

基金组别	费率(%)*	股票风险溢价(%)			
		2%	3%	4%	5%
最低成本	0.2	10	7	5	4
平均成本	1.5	75	50	38	30
最高成本	2.2	110	73	55	44

* 不包括交易成本。

股票的风险溢价

简单来说，股票风险溢价就是对投资者因持有股票而非美国国债而承担的超额风险用额外的收益加以补偿。溢价可以通过回顾（过去两个收益的差距）和预期（未来预期收益之差）的方式来进行计算。

从目前股票市场和债券市场的情况来看，在未来10年中，风险溢价为2%～3%是比较合理的。实际上很多著名的投资顾问（我在附录1中将列出几个）认为可能会低于2%。



资产配置与成本

历史上（自1802年以来）的平均股票风险溢价为3.5%，如图3.3所示，在大约一半的时间中，溢价在0～5%之间。仅在1947～1970年间的每个10年期末，溢价才超过5%的上限。没有人可以预测未来的溢价，因此，在下文的分析中，我将假设风险溢价为3.5%。假设你是今天现实的共同基金世界中的一名投资者，你可以想像如果要进行资产配置你应该怎么办。为了便于讨论，我们假设你将股票和债券维持在65%和35%，并且想要知道这么做的成本。进一步假设股票的长期收益为10%，债券为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.5%，因此，风险溢价为3.5%。在债券方面，你决定持有国债，在股票方面，你需要在低成本（0.2%）的基金和高成本（2.2%）的基金之间选择，低成本基金的收益是8.6%，而高成本基金的收益是7.3%（见表3.8）。

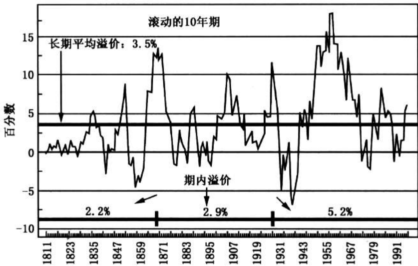


图3.3 股票风险溢价与美国长期国债（1802～1997年）

表3.8 **成本、收益与资产配置**

	年化收益率	
	低成本基金	高成本基金
股票	9.8%	7.8%
债券	6.5%	6.5%
按65/35组合	8.6%	7.3%

当风险不变时，两个基金收益相差1.3%，是很大的差距。低成本计划将会使10 000美元的初始投资在10年后变成22 800美元。在25年后变成78 700美元（不考虑税收），而高成本计划对应的结果则分别为20 200美元和58 200美元，后一个数字还意味着这25年的收益相差20 500美元，是初始投资的2倍多。

现在我们从风险溢价的角度来看一种略微不同的情形。假设前提不变——股票收益为10%，风险溢价为3.5%，你的投资目标是希望获得7.5%的长期收益。问题在于，在低成本股票型基金和高成本股票型基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之间,你如何配置资产?答案是:如果选择低成本,你的配置计划是30%的股票和70%的债券,但如果选择高成本,就需要75%的股票和25%的债券。至少可以说,风险暴露的差异是很大的。实际上,在高成本计划中,你的风险将提高2.5倍,但收益却是一样的。

换句话说,通过选择低成本的组合,你对股市风险的头寸下降了45个百分点——大约降低了60%,显然这个例子假设其他因素不变,实际上,成本不同会使长期业绩出现系统性差异。它同样假设,我们已从多年的长期经历中知道,不可能预先选出表现最好的一只基金。然而,经验告诉我们,只要遵照低成本的选择标准,我们可以预先选出业绩最好的一组基金。

我们能知道过去的历史股票溢价,但我们绝不能确定未来的股票溢价是多少。考虑两种未来的情形:一个是熊市,另一个是牛市。(1)股票收益7%,债券收益6%,风险溢价为1%;(2)股票收益12%,债券收益8%,风险溢价为4%(见表3.9)。熊市时,低成本基金消耗1%风险溢价的20%,而高成本基金消耗了220%(请回忆一下,大约有25%的股票型基金平均成本是2.2%)。牛市时,低成本基金会消耗掉4%风险溢价的5%,而高成本基金则消耗55%。

表 3.9　　成本、收益与资产配置

		(1)熊市			(2)牛市		
		总年化收益率			总年化收益率		
		股票		7%	股票		12%
		债券		6%	债券		8%
		股权溢价		1%	股权溢价		4%
资产配置		基金收益			基金收益		
股票(%)	债券(%)	高成本(%)	平均成本(%)	低成本(%)	高成本(%)	平均成本(%)	低成本(%)
80	20	5.00	5.6	6.6	9.4	10.0	11.0
70	30	5.2	5.7	6.6	9.3	9.8	10.7
60	40	5.3	5.7	6.5	9.1	9.5	10.3
50	50	5.4	5.8	6.4	8.9	9.3	9.9
40	60	5.5	5.8	6.3	8.7	9.0	9.5
30	70	5.6	5.9	6.2	8.5	8.8	9.1
20	80	5.8	5.9	6.2	8.4	8.5	8.8

注:高成本基金费率:2.2%;平均成本基金费率:1.5%;低成本基金费率:0.2%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总之，如果同意我的假设和预测的区间，你的决定就不难做了。表3.9显示了各种配置中高成本、平均成本和低成本组合带来的收益。例如，在熊市时，投资者选择80%的债券组合，在低成本计划中会获得6.2%的收益，比80%投资于高成本股票型基金获得的5%的收益还要高。在牛市时，投资者选择低成本40/60的股票和债券配置时，预期收益是9.5%，这比股票多出了2倍的投资组合(80/20)在高成本时获得的9.4%的收益还要高，在考虑成本后，尽管投资者的风险头寸减少了50%，但却能获得更高的收益。这时，高收益与低风险相伴。

是成本还是资产配置的作用

表3.10总结了成本对资产配置影响的4种观点，再次证实了我先前对BHB的结论所作的修改——“虽然投资策略可以产生巨大的收益，但相比投资方案的作用却相形见绌，此外成本也会对总收益产生重要的影响”——是正确的。表3.10也说明了扬克的一个相当有价值的结论：“成本是投资组合业绩最重要的决定因素。”

表3.10　　股票型基金的费用支出

	低成本(%)	平均成本(%)	高成本(%)
1. 占资产的年度百分比	0.2	1.5	2.2
2. 占10%收益率的年度百分比	2.0	15.0	22.0
3. 占10年初始投资金额的百分比	2.8	19.8	28.1
4. 占3.5%的股票溢价的百分比	5.7	42.9	62.9

投资者在考虑资产配置问题并要决定自己的资产配置策略的时候，请考虑以下的选择：

1. 年度成本作为资产的一部分(这是一种通常的测量方法)。你可支付占资产0.2%的费率或者占资产2%的费率。但这完全在于你自己。

2. 年度成本作为股票总收益的一部分。你将损耗年收益的2%～22%。这同样在于你自己。

3. 累积成本作为初始投资金额的一部分。在10年间，你将付出初始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的2.8%或28.1%(对10 000美元初始投资，将是280美元或2 810美元)。这也完全在于你自己。

4. 年度成本作为股票风险溢价的一部分。这是一个重要的新观点，你将会消耗历史平均溢价水平的5.7%或63%。还是完全在于你自己。

这些不同的选择将极大地影响你的资产配置决策和随后的投资组合业绩，但你只需要意识到"成本真的很重要"。投资者在决定其资产配置策略时，这一点必须被适当地加以优先考虑，而不能仅仅作为事后的想法，因为这已被证明是破解资产收益归属之谜的一个简单解。

收益是由成本决定还是由资产配置决定呢？常识就可以回答这个问题，数据也证实了收益是由它们两个共同决定的，两者都很重要！



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　简单化原则

——如何达到你应有的状态

在我们生活的世界中，每个人似乎都被包围在无穷无尽的信息中。金融界的事例、数据和理论一产生，投资者就可以马上获知，所以投资者不必依赖专业投资顾问的服务。投资者可以在互联网上买卖合意的股票。信息时代真正改造了投资世界。

如今，投资者被各类投资信息全方位地包围着——无论是否出于本意。复杂的定量分析、实时股票报价等类似的信息不但能从任何地方的图书馆，而且能从个人电脑上获知。投资者现在会询问共同基金经理“α”值是多大，他们也想要知道基金的“夏普比”是多少，他们还阅读“复杂性理论”和“行为金融学”方面的文章。

然而，海量的信息并不一定会转化成更高的收益。相反，我们关注于数据的多少，希望能得到大量复杂精确的信息，以为只有这样才能提高我们的收益。无论这个世界是否会变得越来越复杂，但是我们的投资过程一定会越来越复杂。在今天这个充满令人目不暇接的信息流的环境中，聪明的投资者应当如何应对呢?

答案就是简单化。这个不平凡的时代里的一个巨大悖论在于：周围的世界越是复杂，就越是要采用更简单化的原则来实现我们的财务目标。绝不要低估简单化策略的威力或它使长期投资策略盈利的有效性，简单化是理财成功的关键。一首古老的《摇荡诗》恰好说明了这一点：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

简朴是恩赐，
是叫你得自由的恩赐，
是叫你回到你应有之地的恩赐。

我还告诉你几句箴言以帮助你"回到应有之地"，这样才能获得投资成功。我要以描述投资成功的现实缩影开头。以下是我对投资的本质下的定义："投资的中心任务是从所投资的金融资产上尽可能获取高的收益——同时要意识到并要接受这个可能性会低于100%。"

但这是为什么？因为成本的存在。我们必须为每一种理财投资项目——现金储蓄、债券和股票等所涉及的中介服务付费。说得更明白一些，我们都清楚地知道存单和货币市场基金的收益肯定比市场上流通的短期商业票据的收益低，原因很简单：因为金融中介成本——交易成本、信息成本和便利成本——要从政府或企业借款人所支付的利息中扣除。

类似地，我们不能也不指望债券型基金支付给我们的收益会高于基金组合持有的债券的平均收益。实际上，因为债券型共同基金存在高昂的基金费率，最初100%的市场收益和投资者到手的扣除成本后的收益之差常常很大——大到使所有的债券型基金都显得很差。

这个命题在第三类重要的流动性资产——股票市场上也是成立的。在数学上，所有投资者作为一个整体能比市场获益更高是不可能的，是绝对矛盾的。实际上，如果股票型基金的成本很高，在长达一生的投资中，只有少数投资者可以获得比市场高的收益，这一点在数学上是确定的。

其他策略失败时，要回到简单化策略



我要挑战大部分你所听过和看过的传统投资理念。投资者拥有许多好的投资常识，应当对此加以重视。相当一部分愚蠢的行为——诸如投资巫术、理财戏法，以及诱人的方案——也经常被表面上无所不知的人加以推崇。不要理睬这些。无论你听到或看到什么，不要忘记我们如今可是生活和投资在一个不确定的金融环境中，投资于一个不断波动但又相互关联的证券市场上。可能你听说过我们生活在一个新时代中，但我强烈地提醒你，在人类历史上，预言性的"新时代"要比实际经历的多得多。

在围绕着你的种种投资建议的噪音中，我猜我的建议是最基本的：为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了最大限度获得有现实可能性的高收益，你应当以简单化的策略来投资。接受这个现实——投资者作为一个整体，在任何一个金融资产中获得的收益都将不可避免地低于该资产所能提供的收益的 100%——是走向简单化投资的第一步。那么，逼近 100%并能积累大量投资收益的最优方法是什么呢？几个世纪以来，人类一直依赖着这样一些美德，如常识、节俭、现实主义、耐心和毅力。我可以保证在投资中这些品质将会使你受益无穷。

该从哪里开始呢？考虑到简单化的实质伴随着低成本的特点。所有的方法中最简单的就是投资于一个平衡型市场指数基金——就只买一种基金，然后就能成功了。这种基金走的是中庸之道，对一个典型的持有 65%的股票和 35%的债券的保守的投资者提供了一个高度分散化的投资规划。这样的组合完全“指数化”了——不需要对股票和债券进行积极管理，只是简单地代表整个美国股票市场和债券市场的组成(下一章将会更深入地探讨这个概念)。在过去的半个世纪中，这样的基金获得了股票和债券市场总计 98%的收益，没有比这个投资更好的了。

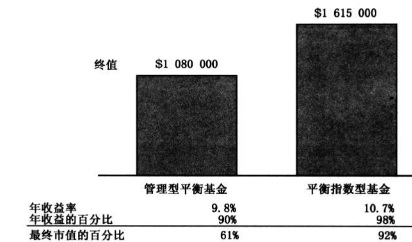
我将通过评价平衡型共同基金的累积收益来证明这一点。这类基金组合十分相似，包含价值型和成长型股票以及各类中长期高质量的债券(通常也包括少量的现金储备)。现在来比较一般的平衡型基金与假想的免佣(no-load)平衡型指数基金的平均收益，后者由 35%的雷曼高级别公司债券指数和 65%的标准普尔 500 股票指数组成(每年调整至初始比例)，费率估计使每年的收益降低 0.2 个百分点。为了从历史教训中获得更深刻的见解，我们将考察半个世纪的样本期。图 4.1 显示了在 1947 年投资 10 000美元，到 1997 年的累积收益是多少的事实。

请注意三个关键的事实：

1. 在半个世纪结束的时候，10 000 美元初始投资对于消极管理的指数基金来说将增值到1 615 000美元，而积极管理的传统基金增值到 1 080 000美元，即复利收益率分别为 10.7%和 9.8%(成分指数本身的收益率为 10.9%)。指数基金比那些积极管理基金的年收益看起来只高了 0.9%，可一旦将时间和复利相结合，产生累积财富的差别竟达到535 000 美元，真可谓集腋成裘、积沙成塔！

2. 指数基金的优势并不神秘，管理型基金的高成本足以解释其与指数基金收益率之间的差异。一般的平衡型基金的年费率平均为 0.9%，另外，投资组合的换手成本为 0.2%，总成本约为 1.1%，而指数基金的成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



	管理型平衡基金	平衡指数型基金
年收益率	9.8%	10.7%
年收益的百分比	90%	98%
最终市值的百分比	61%	92%

注：平衡指数型基金的收益率每年按资产总额0.2%的费用进行调整。

图 4.1　以1万美元投资于单只平衡型基金，从1947～1997年持有半个世纪

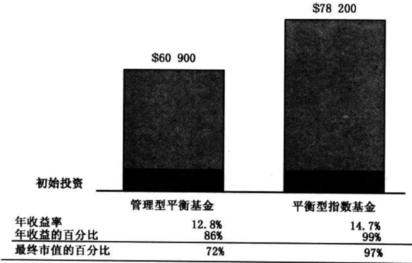
为0.2%，有0.9%的优势，成本上的差异正好解释了所有收益率的差异。

3. 管理型基金的年收益等于65/35的股票和债券组合市场收益的90%，50年后的终值是市场组合价值的61%。对于平衡型指数基金来说，终值是市场组合价值的92%，比管理型基金大约高出一半。

50年当然是很长的时间，过去的15年可能对于评价现在的基金业更有意义。现在我们来考察这个时期生存下来的35只平衡型基金的表现（见图4.2）。事实证明，浪费时间和精力去寻找出色的基金经理是不明智的，只有两只基金在整个期间内超过低成本指数基金的表现。在过去的15年中——包括大部分牛市，股票收益接近历史高点，积极管理的平衡型基金的平均年收益为12.8%，而平衡型指数基金为14.7%，风险并无明显差异。1.9个百分点的差异对于收益为12.8%的投资者来说，差异不大，但当股票收益回落到正常水平时——这个差距将会显得更加重要。

指数基金最近15年1.9%的收益优势是过去50年收益优势（0.9%）的2倍多，这可能是个好兆头。最终结果是：10 000美元投资于指数基金会上升到78 200美元，而投资于管理型基金则为60 900美元，指数基金的优势是17 300美元，几乎是初始投资的2倍。这段时间中，指数本身的收益高达14.9%，考虑每年0.2%的成本，指数基金获得了市场收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



	管理型平衡基金	平衡型指数基金
年收益率	12.8%	14.7%
年收益的百分比	86%	99%
最终市值的百分比	72%	97%

注：平衡指数型基金的收益率每年按资产总额 0.2%的费用进行调整。

图 4.2　以 1 万美元投资于单只平衡型基金，从 1983～1998 年持有 15 年

益率的 99%。投资于单一指数基金不仅意味着简单化，而且也是最能获利的选择。

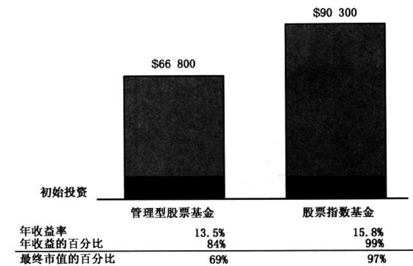
股票组合中的简单化原则

像大多数人一样，投资者都希望自己控制投资组合的平衡，这一点是可以理解的。现在再通过一个例子来看看简单化原则的价值：用一个股票型指数基金来代替持有的股票组合。在过去的 15 年中，指数的表现令人瞩目，整个股票市场指数（威尔逊 5000 指数）的收益，要比分散化投资的股票型基金的平均收益每年高 2.5 个百分点。指数基金又一次获得 16%的市场收益的 99%，最后累积下来的结果令人惊叹，收益增加了23 500美元，是初始投资的 2 倍多（见图 4.3）。整个差距迅速扩大的原因在于基金成本（费率加上投资组合交易成本）约为两个百分点。

与平衡型基金相比略有提高，这 15 年股票型基金的业绩足以说明简单的指数方法可以获得市场收益最高可能的比例，比 100%稍低一点。

我现在描述的正是简单化的本质：投资于整个美国的股票市场（对平衡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



	管理型股票基金	股票指数基金
年收益率	13.5%	15.8%
年收益的百分比	84%	99%
最终市值的百分比	69%	97%

注：股票指数基金的收益率每年按资产总额0.2%的费用进行调整。

图 4.3 以 1 万美元投资于单个股票型基金，从 1983～1998 年持有 15 年

型指数基金来说，也包括整个债券市场)；不需要费心选择最好的基金经理；持有资产配置不要变动；也不需要寻找市场时机；基本上没有太多的交易从而减少换手率(最小化税收)；尽量消除管理型基金所带来的过高的成本。这就够了。即使在这种情况下，投资结果不如预期，也很难想像在财富积累方面它会比可比较的积极管理型基金差很多。指数基金的成功再次证实了一条基本的投资智慧：当其他方法都不灵的时候，要回到简单化策略。

但是，我发现很少有人会觉得“其他方法都会不灵”。在现实世界中，太多的人类特性会阻碍简单的、可以包罗万象的指数基金方法。

“希望春天永驻。”

“我比一般人要干得好。”

“即使这个游戏是昂贵的，也很好玩。”

“那个例子太好了，不值得相信。”

“不会那么简单的。”

这些是投资者常挂在嘴边的想法，他们完全依赖积极管理的基金来实施自己的投资策略。

如果你决定不投资于指数……

简单化原则不仅仅体现在指数基金上。历史表明，在长期只有 1/5 积

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

极管理的基金，其表现会超过市场指数(税后只有1/7)。有一些简单化的原则可以帮助我们来选择基金以获得丰厚的市场回报——当然，也会少于100%。至少在不太可能战胜市场表现的情况下，明智地选择基金可以保证不会有太大的失败。甚至投资专家沃伦·巴菲特，也是指数方法的积极倡导者，也承认有很多其他的方法可以构造投资组合：

你应该选择构造自己的投资组合，有一些思想需要牢记，聪明的投资策略不是很复杂的，尽管做起来比较难，投资者要有能力正确评价所选择的公司。注意"选择"这个词，你不必是了解某个甚至许多公司的专家；你仅需要在你的能力范围内来评价公司就可以了，范围的大小并不重要，但是知道其局限是很重要的。[1]

普鲁士将军卡尔·冯·克劳斯维茨(Karl von Clausewitz)曾经说过："一个出色计划最大的敌人就是梦想成为一个完美的计划。"尽管我认为指数策略是一个很好的策略，但是你可以寻求一个更好的但不一定完美的计划，不管挑战和成功的机会有多大。因此，我强烈建议你全部投资在指数基金上，至少主要投资在指数基金上面，我还得另外再教你8种方法：8条选择业绩好的基金的方法。它不复杂，但将有助于投资者明智地选择基金。

法则1：选择低成本的基金

据我所知，我被人称为狂热的"传道者"，向世人灌输成本对于基金长期收益的影响。由于我经常说到"成本很关键"，我的一个追随者甚至送了我一个树脂玻璃纪念柱，上刻"成本重要"的拉丁语"Pretium Refert"。但成本确实很重要。我已经说明了成本对收益和资产配置都有很大的影响，而且也一直不停地唠叨了好多年，但是当读到沃伦·巴菲特在1996年伯克希尔·哈萨韦公司年报中的一段话时还是挺高兴：

严格来说，成本是有影响的。例如，股票型基金引起的公司支出——大部分付给基金经理——平均是100个基点[2]，像税收一样，

[1] Berkshire Hathaway Inc. ,Chairman's Letter,1996.
[2] 100个基点等于1%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随着时间的推移会使投资者收益减少了10%，甚至更多。[1]

不幸的是，巴菲特先生的计算太保守了，股票型基金的平均费率是155个基点，而不是100个基点，组合的交易成本至少还要增加50个基点。总共大约是200个基点。借用他的话说，基金成本"像税收一样，会使投资者的收益减少20%"。另一个遗憾是：令人难以置信，债券基金的平均费用在1%以上，这对任何利息收入都是不公平的，尤其是现今美国长期国债的名义利率只有5.25%，这将会使收益减少近20%。我认为这样的成本是不可接受的。

低成本是基金成功唯一重要的因素，因此，要认真考虑费率对于基金收益的影响。如果你选择积极管理的基金，效仿指数基金的优势，应该选择低成本的基金。通过低成本来获得高收益。表4.1给出1991～1996年拥有大盘股的基金业绩情况(具体数字见第六章)。

表 4.1　　大盘股基金：收益与费用(1991～1996年)

	扣除费率前的总收益	费率	扣除费率后的总收益
最低成本分位组	14.7%	0.5%	14.2%
最高成本分位组	14.0%	1.7%	12.3%
低成本优势	0.7%	−1.2%	1.9%

尽管这两组基金的毛收益率相差不多，但是低成本基金在成本上1.2%的优势是其1.9%的总优势的主要部分。这个联系绝非偶然，低成本总是高收益的仆人。

积极管理的基金在交易过程中的成本被隐藏了，但它是实实在在的。基金投资组合的换手率平均每年为80%，这是十分昂贵的，相当于在基金的可见成本上又增加了0.5%～1%(或者更多)。此外，偏爱低换手率的基金不仅成本更低，也在税收方面有很大的好处，积极管理的基金持有股票组合的时间越长，给股东带来的资本利得递延税收的好处就越多。许多高换手率的基金不仅昂贵而且税负也重，这使投资者有必要考虑税后收益和目前未实现的资本利得，后者将会引起未来大量的资本利得分配所带来的毫无必要的税收负担。因此，指数基金税后收益超过积极管理的基金的

[1] Berkshire Hathaway Inc., Chairman's Letter, 1996.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机会就更大了，不要忘记税收也是成本的一部分。

我所强调的是，低成本的重要性不仅在于它是选择基金的一个标准，而且是首要标准。诺贝尔经济学奖得主——威廉·夏普也支持这种观点。在最近的一次访谈中，他说："首先要考虑的就是费率。"你应该听从他的建议，在低成本的积极管理的基金中加以选择，才能使你的收益超过低成本的指数基金（20个或更少的基点）的可能性最大，因为成本上的优势会使基金有更大的机会来获胜。总之，费率只有40个基点的基金好比在帆船比赛中对付每小时20海里的微风，而费率为150个基点的基金要对付的却是每小时130海里的台风。

法则2：认真考虑投资建议的额外成本

成千上万的投资者在配置资产和选择基金时需要有人指导，还有成千上万的投资者不需要。对于后者，大约有3 000只免佣基金可供选择，这些基金没有销售佣金。对于自力更生、明智和见多识广的投资者来说，这就是简单化的本质，因为不需要求助于任何销售中间商和理财顾问。假设基金选择正确，购买免佣基金是拥有共同基金成本最低的方式，其成本占未来收益的比例是最低的。

对许多需要指导的投资者来说，可以选择注册投资顾问和经纪人，他们收取的费用一般比较公道。优秀的投资顾问提供个人建议，帮助你躲开投资陷阱并提供有价值的资产配置和选择基金的服务。但是，像我们一样，他们就靠这个来赚钱，向投资者提供有价值的服务，让投资者通过他们来投资。但我不认为他们能够提前找到最好的经理——没有人能做到！绝不要相信那些宣传自己可以做得到的人。最好的投资顾问能帮你制定长期投资策略，并配以最优的实施方案。

你有必要知道花在投资顾问身上的成本是多少。注册投资顾问的服务通常收取的是年费，约占资产规模的1%。投资经纪公司也提供类似服务，但收取的是销售佣金，佣金将会使共同基金投资者的收益大打折扣，尤其是当短期持有基金份额时。如果只持有几年，却要付6%的认购费真是太愚蠢了。即使持有10年，这样的费用也会使你每年的收益下降0.6个百分点。总之，根据所获得的服务支付合理的费用是可以接受的，尤其是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资顾问能帮你将总投资成本(顾问的成本加上基金的成本)降至最低时。

要注意一些表面免佣但实际上会收取隐含费用的基金——这是一种特殊的销售费用，称为 12b—1 费，每年从收益中抵扣。这种费用大约会使投资者年收益减少 1 个百分点左右。如果一般的基金费率为 1.5%，总费用就会使每年 10%的长期收益下降 1/4，减少到 7.5%。如果你在 5～6 年里就赎回基金份额，这种损失可能会更多。有些基金收取 12b—1 费并不是分给销售人员，而是用这笔钱来做广告和进行市场营销以提高基金份额的销售量，这些钱并没有使你受益，但从你的口袋中拿走了，所以一定要注意收取 12b—1 费的基金。

大多数人要当心打包账户——由一组共同基金捆绑在一起组成的投资组合，但要征收额外的费用，这些费用通常很贵。拥有一组积极管理的基金包可能在某些情况下有好处，但是要每年为此支付资产的 2%或更多的费用则是完全不合理的。以我的判断，一个投资者每年总成本为 4%(基金支出加上打包费)就使他丧失了任何机会去获取市场上的高收益，这种成本对于基金成功的阻碍太大了，投资任何这种基金都不可能获得成功。

法则 3：不要高估基金过去的表现

无论经验丰富的投资者还是金融市场上的新手，基金过去的业绩都能够吸引他们的眼球(本人这里无心与赛马当中的术语“检查记录”所暗示的含义作任何类比)。检查过去的历史对评价良马未来的表现是有用的，但要评价基金经理未来的业绩则通常存在偏差，基于过去的记录来预测基金经理未来的表现是绝对不可能的，就算有人能够精确预测未来股票市场的绝对收益——他们也不可能预测单个基金相对于市场的走势，唯一的例外就是指数基金的相对收益。



现在，我必须稍微反驳一下我自己的观点，有两个可能性很高的预测：

1. 成本极高的基金可能会比相应市场指数的表现差。

2. 基金过去的历史收益显著超过市场指数的，有可能会发生反转，通常会低于市场的平均表现。

均值回复——金融市场上的万有引力定理会使表现好的基金业绩下滑，使表现差的基金业绩上升——这个规律很清楚，可以精确计量，而且也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是不可避免的(在第十章将会进一步谈到均值回复及其对投资组合选择的含义)。

表 4.2 总结的两项研究成果表明，增长靠前的基金在接下来的 10 年中的表现不及市场收益，大约有 99%的基金发生了均值回复。只有一个基金例外，它在 20 世纪 70 年代和 80 年代称霸世界，成为行业的领袖，也是当时最大的基金，但在 90 年代却大幅度地向均值回复，所以有时候均值的回复需要耐心。

表 4.2　　均值回复

时　期	最高级别的分位组中的基金数目	回复或低于平均值*	
		数目	比例
20 世纪 70 年代到 20 世纪 80 年代	34	33	97%
1987～1997 年	44	44	100%
总　计	78	77	99%

* 标准普尔 500 指数。

共同基金业很清楚几乎所有成功的基金最终都会失去它们的优势，那么为什么发起人还会不遗余力地去做大量昂贵的、有误导性的广告和市场营销计划呢？只有一个原因，对拥有高历史收益的基金的推广会从投资者那里吸引很多新的资金，从而收取很多新的费用。基金经理会从过去暂时的高收益中获得很高的回报。你看到过业绩差的基金也做广告吗(在过去的 15 年，95%的股票型基金的表现都不及标准普尔 500 指数)？以过去业绩为基础来推销基金，会使你走错方向，不要理睬他们。

法则 4：用过去的业绩来决定持续性和风险

尽管法则 3 表明选择基金时不要高估历史的业绩，但它还是对你的基金投资选择起着重要作用。你不应该看重反映基金过去收益的单个数字，而应该多方面研究其过去收益的特性，从中可以获得很多信息。首先，就是要观察持续性。当我去评估共同基金的时候(在我的长期职业生涯中我曾经观察了成百上千只的基金)，我要看这只基金在类似策略和目标的基金组中的排名情况(例如，将大盘基金和其他大盘基金相比较，将小盘基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和其他小盘基金相比较)。

《晨星共同基金》(*Morningstar Mutual Funds*)杂志使得这些比较变得非常简单,它以简单的图标表明,1 只基金在过去的 12 年中每年分别属于第一、第二、第三、第四中的哪个等级,这个图标客观地反映了基金投资策略的持续性和基金经理的相对成就。如果一只基金获得顶级的业绩排名,我认为它至少有 6～9 年是在前两个等级,最多 1～2 年位于最低等级。如果一只基金有 4～5 年位于最低等级的话,即使它也有同样的年份位于最高等级,我也会毫不犹豫地拒绝这样的基金的。图 4.4 以我刚提到的标准给出了两只真实基金的例子。

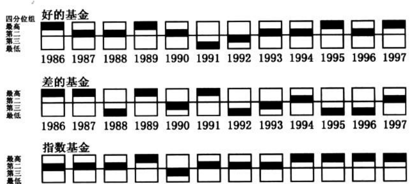


图 4.4 晨星业绩图:持续性

表现好的基金在 10 年里位于前两个等级,分别各有一次在最低等级组和第三组。表现差的基金在前两个等级有 6 次,而在最低等级有 4 次,在第三等级中有 2 次。在图中,我冒昧地将指数基金加进去进行比较。令人难以置信——我要提醒你不要指望这个情况还会出现——标准普尔 500 指数基金 11 次在前两个等级,没有一次在最低等级,所以任何情况下,共同基金的特点体现在持续性上,聪明的投资者在选择基金的时候应对此加以重点考虑。

在使用"业绩"一词时,我并非局限于收益,风险也是投资的一个重要因素。我特别关注一只基金在《晨星共同基金》上的风险排名——相对于同类策略和目标的基金,以及相对于所有股票型基金——基于基金的收益超出无风险美国国库券的收益的程度。这种排名可作为一只基金具有多少相对风险的一个粗略的指标。基金在这方面差异巨大。事实上,大盘价值型基金的平均风险(低于均值水平 22%),只有小盘成长型基金(高于均

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值93%)风险的一半。表4.3比较了《晨星共同基金》对9个基本投资风格基金的风险排名。风险非常重要,因为即使基金未来的收益是完全不可预测的,基金之间相对风险的差距是高度可预测的。

风险——无论如何测量和难以捉摸——精明的投资者应该要认真考虑它。毕竟,无论你如何想像,市场不会总是上升的。

表4.3　风险概况图*(基金平均=100)

规　模	投资风格		
	价值型	混合型	成长型
大	78	84	114
中	85	105	156
小	104	140	193

*所有基金分为9类。每行表示组合中公司规模的大小。纵列表示投资风格,分为注重价值型股票(低于平均市盈率且高于平均收益率)、成长型股票(相反),或者二者的混合。标准普尔500指数基金属于大盘混合基金,其相对风险值为85。

法则5:当心明星经理

这里我想谈谈最近出现的一些明星基金经理的事情。唉!实际上在基金业很少存在超级明星,能够像迈克尔·乔丹等人一样具有持久的力量。据我所知,有少数人可以划进共同基金超级明星这个名录,但在他们成功以前没有人会知道他们可以成功。在1972年他们取得辉煌业绩之前,有谁曾听说过彼得·林奇(Peter Lynch)、约翰·内夫(John Neff)或者迈克尔·普赖斯(Michael Price)呢?

即使他们的光辉闪耀一时,这些巨星也仅限于某个特定的基金,他们掌管一只基金的平均年限只有5年。在那些规模最大的、成长最快的基金中,基金经理的平均年限只有2年半(基金组合的换手,不可避免地带来经理的变更,最终产生巨大的成本),这些巨星更像彗星一样,在天空中画出一道亮光,接着就燃烧殆尽,消失在茫茫宇宙之中。如果你想要选择好的基金经理,你要注重他们的专业水平、投资经历和稳重与否,而不是看他们是否是明星。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时也要当心明星制度(与明星经理不同)。最著名的明星当然是那些在《晨星共同基金》排名中获得5星级荣誉的基金(我将其称为"清晨之星")。基金业已经接受并鼓励投资者去投资那些4星或5星的基金,因为这样的基金被认为是成功的(1～2颗星有时甚至3颗星的基金则是失败的)。但是《晨星共同基金》的主编坦率承认:这些星级排名很少具有预测价值。《赫尔伯特金融文摘》(*The Hulbert Financial Digest*)曾证明,申购新评上的5星级基金,在其评级开始下降时便赎回,这将导致低于市场的收益和高于市场的风险。当频繁换购基金时,我接受这个结论,但更多的是遗憾。我肯定今天大多数的3、4、5星级基金的长期收益一定会超越1星级基金。因此,即使你不关注投资基金的明星经理们,也有必要当心低星级的基金,而去更多地关注那些高星级的基金(但是不要频繁地换购)。

法则6:当心资产规模

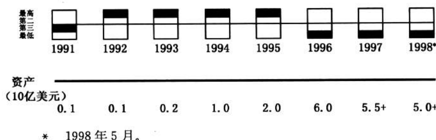
基金很容易把规模弄得很大,而投资者需要避免这样大的基金组织:(1)没有封闭历史的基金,也就是说总是向新投资者出售基金份额;(2)不顾投资目标,尽可能扩张基金规模,以至于超过自己的投资能力。

但是,定义什么样的基金为"太大"却是一个复杂的问题。这涉及基金的风格、管理哲学和组合策略。例如,一只主要投资于大盘股的基金,资产规模达到200亿美元或者300亿美元(甚至更高),一定也可以成功运行(不是说有超额收益,市场上这个规模的基金没有一家近5年的收益超过标准普尔500指数)。而对于一直投资于小盘股(通常市值小于2.5亿美元)的基金来说,3亿美元的资产可能就太大了。

一般来说,检查基金的排名变化(参见法则4)会看出规模增长是否对相对收益有影响。图4.5显示,一只曾经非常受宠的投资于中盘股的成长型基金,随着其规模的增长,业绩严重恶化了。在1991～1995年5年间,它有4年排名在最高等级,其资产也从1 200万美元上升到10亿美元。但当其资产突破20亿美元,然后升至60亿美元以后的三年中,其业绩排名跌至了最低等级。它采取的"动量"(momentum)策略(积极购买具有强大利润推力的股票)的失败当然要承担一部分原因,但是最明显的原因便是资产规模妨碍了收益,这对其现在的投资者来说可不是一个好消息。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



* 1998 年 5 月。

图 4.5 业绩图：有问题的基金

最优规模依赖许多因素。例如最广泛的市场指数基金，其增长不应受到规模的限制。一个低换手率的、有着稳定资金流入的大规模基金，相对于那些投资策略为进攻性的、资金流出、流入很不稳定的基金——不仅反映而且放大了其短期业绩——而言，更容易经营管理。对于一个多经理的基金来说——尤其是经理之间互不隶属——相比那些只有一个管理层的基金而言，可以在更大资产规模上获得成功。但是不要低估基金在选择 2 个、3 个，甚至是 4 个优秀的基金经理时所面临的困难和挑战。这不是一个简单的事情。

现在或潜在的规模是极其重要的。规模过大可能会扼杀任何获得优异表现的机会。投资记录清楚地表明，对于绝大多数基金来说，当它们规模较小的时候收益最高。小即是美，但“成功转瞬即逝”。当这些基金受到追捧——或者开始不遗余力地向不了解规模引起的头寸问题的公众推销时——它们最好的时光就已经过去了。在第十二章我会解释，没有约束的资金增长对精明投资者来说是一个危险的信号。

法则 7：不要持有过多的基金

上例提到，单个平衡型指数基金——持有 65％的股票和 35％的债券——能满足大多数投资者的需要。一对按照投资者需要特制的股票型指数基金和债券型指数基金——更多或更少的股票持有比率——能满足更多投资者的需求。但对于选择积极管理型基金的投资者来说，最优的基金数目是多少呢？我认为不要超过 4～5 只。太多的基金会导致过度分散化，结果是投资组合的收益就像某个指数基金的收益一样。然而，由于非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数基金组合的高成本和广泛的分散化，最终的收益必然会更低。更重要的是，尽管它过度分散化，这样的组合（如持有两个大盘混合型基金和两个小盘成长型基金）其相对于市场的短期波动也是非常大的。因此，根据通常的风险定义，它比指数更有风险。那么，它又于事何益呢？

《晨星共同基金》最近的一次研究（很少有这样系统地处理问题的研究）表明，随机持有 4 只以上的股票型基金并不会显著地降低风险。在这一数字以上一直到 30 只基金，组合的风险几乎没有改变。（太不可思议了！）图 4.6 表明组合标准差随基金数目增加而下降的幅度。

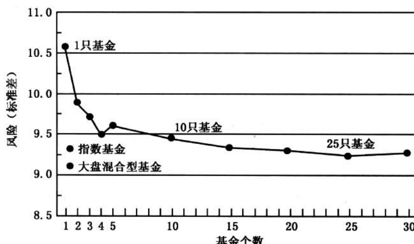


图 4.6 通过持有多个基金降低风险

晨星注意到，只拥有一只大盘混合型基金的风险要比任何一个多基金投资组合的风险要低，我把它加在图 4.6 中。但晨星没有提到，单个全市场的指数基金的风险和 30 只基金组成的投资组合的风险相同，我也把它加在图上。晨星同样没有提到的是，假设初始投资是 5 万美元，投资于不同基金的终值从85 000美元到116 000美元不等，但投资于一个市场指数基金就会增长到113 000美元。投资于多个基金的投资分散性和风险控制的优点并没有表现出来。

要补充一下，我并没有表明国际性基金是投资组合的必要组成部分。外国的基金也许会降低组合的波动性。但是它们的经济与货币风险也许会使收益减少更多。一个理论上最优的投资组合应该按照地理布局的权重来配置资产的思想，比想像当中更难评价（第八章会讨论全球投资的得失）。我的看法是国际性投资最多只应该占到投资资产的 20%，不持有也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是完全可以接受的。

持有由20只基金组成的投资组合(例如每只基金占资产的5%)，也就是持有1 000只普通股票(因为难免会重复)的情况如何呢？我根本不能确定。也许如表4.4所示的5只基金的组合就可以满足大多数投资者对积极管理型基金的需要了。

表4.4　　5只基金的简单投资组合

基　金	投资比例(%)
大盘股	50
中盘股	10
小盘股	20
行　业*	10
国际化	10
总　计	100

* 诸如医疗护理、科技或者能源基金。房地产基金也可以包括在内，虽然我认为相比于一个特别的行业，它比较容易受到股票市场变化的影响。

这样的组合与市场指数基本完全不同——虽然有时风险更大——但如果5只基金选择正确的话，这个组合提供了增值的机会，每只基金都会对这个分散化的组合有显著的影响。

法则8:购买自己的基金组合并一直持有

当你确定了长期目标，明确了风险承受度，仔细地选择了一只指数基金或者少量积极管理的基金来实现你的目标，就一定要坚持到底，不要动摇。复杂的投资过程仅仅把自己的思绪搞乱而已，而且还将感情因素带入理性的理财计划。我绝对相信投资者的感情，例如贪婪和恐惧，激情与梦想——一旦转变为轻率的行动——对投资业绩有坏的影响。再次引用巴菲特先生早期的话："不要太积极，这会使我们的行动更加明智。"不要忘记这一点。

牢牢持有的关键是要买得正确，购买的正确就要求你不要选择完全不了解的基金，不要基于过去的业绩来挑选基金，不要挑选别人介绍的或者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为基金经理是明星的基金，或者曾经获得过晨星基金 5 星级排名的基金。最重要的就是不要挑选高成本的基金。如果已经避免了这些基本的错误，你就可以乐享其成了。如果你的选择是明智的，年度业绩一定会很不错。有时与同类基金的业绩相比，你所选择的基金表现不是很好，只要不是差得离谱，你应该耐心承受并等待。但当基金业绩失常进一步扩大，投资方案根本改变，管理公司的合并，费率上升或者收取 12b－1 费，投资者就必须要保持警惕。但是，如果我可以修改有关在投资之前需要仔细调查之类的谚语，我将会说："在你放弃之前要调查清楚了。"

不要像选择股票那样去选择基金，一旦股票价格面临下跌便卖出或调换。选择基金，就像你在选择信托人时一样，要慎重仔细，抱着要和它建立一种终生关系的态度。这种方法正是简单化的本质。几十年前，许多美国最富裕的家庭选择一个信托人或投资顾问，让他们来打理房地产，并长期保持合作关系。一个高度分散的共同基金资产组合就类似于一个高度分散化的信托基金（也许共同基金的投资更为分散），要抵制投资过度分散化的诱惑。一旦你这么做了，就可以要求共同基金行业履行高度的信托责任，这是投资者应得的。

简单还是复杂

简单的反面就是复杂。近来，根据查尔斯·芒格（Charles T. Munger）——沃伦·巴菲特在伯克希尔·哈萨韦的合作伙伴所言："许多大的基金会和大学捐赠基金已经越来越成为基金中的基金，它们变得更加复杂，雇佣许多投资顾问，这些顾问又是被另外一些高级别顾问挑选出来的，他们决定如何将基金投资到不同的资产类别上，包括外国证券……在这所有的复杂性里面，最可以肯定的是，总的成本很容易达到每年净资产的 3%，还要支付 3%给管理层。如果股票市场的平均毛收益下降，例如回到 5%，基金管理层还是要收取和现在相同的 3%，投资者的资产将长期处于令人忧虑的缩水境地。由于显而易见的原因……对大多数基金会来说，指数基金是一个更明智的选择。"芒格先生显然采取了简单化的原则。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

简单化原则的范式

简单化将带你到达你的应有之地。正确选择、购买并持有，遵循这 8 条投资基本准则。在这个复杂的世界，坚持简单化原则。如果你觉得指数不适合的时候，这些规则对于你要求稳定的长期收益还是很有帮助的。我这种投资方法在概念上简单，但执行起来并不容易，你会发现我很担心少量的基金从我的屏幕上遗漏，那里应该有更多的基金。

我要强调的是，这 8 条法则的每一个都可以帮你来选择基金的组合，使你的投资能够获得最大的收益，对个人和机构投资者来说，这无疑凸显了指数基金的优势——这就是简化的范式。这种对应并非偶然，因此，当你在考虑自己的策略时，不要忽略低成本的指数基金。

不要忘记投资的中心任务是获得最大可能比例的市场收益率，尽管确定会低于 100%。从某个重要的程度来说，对比往往会降低目的的重要性。由于复利的作用，可获得的资本和实际创造的资本之间的差距迅速扩大。例如，现在能够获得 10%市场年收益的 90%，即 9%的年收益，10 年后的价值就只能增加 86%，25 年后却只能增加 76%了。再次证明了失之毫厘，谬以千里。

指数化可能不会统治整个基金世界，但是指数基金业绩是如此优秀，超过了许多其他基金。只是因为大多数基金——要么成本负担太重，要么靠宣传过去良好的收益来推销基金，但这种优秀业绩并不能持续，要么只注重短期的投资策略等——不能表现很好。正是这个原因，指数基金被证实是实现股票市场收益的最高比例的最优方式。当然，它也并非是唯一的方式。

在本章，我试图阐述消极管理的指数基金的价值和如何简单、成功地选择积极管理型基金。无论你决定走哪条路——高兴的是你可以两条路都选——你已经从投资学的角度明白了"简朴是恩赐"，是叫你从看上去不可避免的海量信息的纠缠中"得以自由的恩赐"。我有信心，如果你遵守这些基本的准则，在实现长期理财计划的进程中一定能够获得"叫你回到你的应有之地的恩赐"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[illegible]

……方式。

在本章，我试图阐述……[illegible]

选择积极管理型基金。无论你决定……[illegible]

都是——你已经从投资学的角度……[illegible]

[illegible]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分 投资选择

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共同基金提供的投资选择多种多样。在考察所有这些之前，首先来看一看之前提到的消极管理，即低成本的市场指数基金在现实中是如何操作的，然后按偏重价值型、成长型或者两者兼顾型将股票型基金区分为不同的投资风格，再结合它们的投资对象是大盘股、中盘股或者小盘股来检验不同类型的投资基金。同类基金之间以及风格相近的市场指数之间的收益与风险相差无几，但不同类型之间的基金的收益和风险却相差很大。在后面的章节根据不同的投资风格讨论债券型基金的收益时，这个结论仍然成立。以下的三章都是对有关积极型、高成本管理类基金的业绩进行探讨，结论是没有多少基金经理有能力获得足够的超额收益来弥补高昂的成本。

然后(第八章)将讨论全球股票配置策略的优劣。我对美国投资者需要进行海外投资的观点表示怀疑，但对于那些无法使之信服的投资者，也提供了最优的方案。最后(第九章)我将说明企图预先识别优质基金和频繁转换基金的做法是徒劳的。在这里，我所依赖的主要是学术研究、过去有着优良业绩的基金的历史记录、咨询公司推荐基金的记录以及专业顾问在共同基金上的投资业绩。每种分析都表明，投资者不可能因为选择了积极管理型基金而发现超常业绩的“圣杯”，相反，根据常识则常常可以实现这个目标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章 指数化

——经验战胜希望

先锋指数信托(Vanguard Index Trust)是世界上第一只指数基金。1978年，在该基金第三年的年报中，我用了英语词典编纂人萨缪尔·约翰逊(Samuel Johnson)的话："这是希望对经验的胜利。"这是约翰逊博士以其无与伦比的智慧讲述一个二婚男人的心声时说的话；我则是对《机构投资者》(*Institutional Investor*)杂志选中的一批养老金的管理人说这番话的。据该杂志报道，在所有的资产管理专业人士中，仅有17%过去10年的业绩超过了标准普尔500指数，但95%的人希望能在接下来的10年中战胜指数。

随后的这些年中，我们所见证的却恰恰相反，"经验战胜了希望"。战胜指数的希望遭遇了挫折。1978年以前许多专业人士的痛苦经历一次又一次重演，20年来幸存下来的股票型共同基金经理中，有79%的人业绩不及指数的表现；在1995年时，我有幸出版了一本小册子——《指数基金的胜利》(*The Triumph of Indexing*)，描述了标准普尔500指数的相对业绩和公众对指数基金越来越多的认同，那正是我企盼多年的趋势。

后来证明这本小册子的出版时机也非常幸运。自出版以来，"战胜"一词很难公正地表示指数基金所取得的巨大成功。从业绩方面来说，偏向大盘股的标准普尔500指数的业绩惊人地超过了96%的积极管理型股票基金，更加能代表整个市场的威尔逊5000股指也超过了86%的基金，这同样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一个惊人的表现。从接受性角度来说，指数共同基金的资产从 3 000 亿美元上升到了 20 000 亿美元，增长超过了 5 倍。

指数的选择

标准普尔 500 成分股票价格指数包含了美国国内 500 家最大的公司。该指数可以追溯到 1926 年，以每家公司的市值为权重，衡量了这组股票的收益率。在 1998 年，这 500 只股票 9 万亿美元的总市值相当于整个股票市值 12.2 万亿美元的 75%。

整个美国股票市场由威尔逊5000股票指数来测量（虽然现在包括 7 400只股票了，但名称仍然没变）。该指数开始于 1970 年，尽管它更加广泛，但由于历史较短，还没有获得广泛的认同，除了包括在标准普尔 500 指数中的大公司外，该指数还包括所有小型和中等市值的股票，它们同样是美国股市的重要组成部分。

其他股票指数有的代表各大、中、小型成长型、价值型股票；有的代表不同行业股；还有专门为大多数国家和地区编制的指数；以及全球股票市场指数、美国和世界债券市场指数、许多子类的债券市场指数等。

总之，没有一个金融资产类别会没有指数。对指数的选择唯一的限制就是设计者的创造性。因为只要有指数就会有指数基金。各类指数基金现在跟踪着大约 60 种不同的指数，大多数指数基金跟踪的是标准普尔 500 指数。

在 1995 年时，指数共同基金仅占股票型基金资产规模的 3%，三年后就达到了 6.4%。据估计，指数基金 1998 年的现金流入量是 500 亿美元，相当于全部股票基金现金流入量的 25%。指数共同基金成为整个基金行业中增长最快的部分。

指数基金最不可能成为投资者的英雄，因为其投资组合分散，成本最低，而且公认对于杰出又足智多谋的投资组合经理来说没有用武之地。指数基金只是简单地买入并持有特定指数所包含的证券，并以它们在指数中的权重来确定资产配置的比例，没有太多的技术含量。因此，其简单性显而易见。

但是自 1975 年以标准普尔 500 为基础的指数基金创立以来，便显露

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出其成功的端倪。因为指数基金正符合了简单化的本质，也因为在基金选择过程中被作为投资核心来考虑——所有其他共同基金最终必须以它为基准来评价——我在第二部分的开始对其优劣进行了讨论。正如坦白有助于心灵的净化，我必须承认，当我在25年前创立第一只指数基金以来，就被称为指数的传道者，比起当年我创造指数基金之时，今天我更愿意作为这一原理的忠实信徒。

经过缓慢的开始并随着时间的推移，这个概念逐渐被投资者们接受，甚至在评价传统的、积极管理的共同基金时占据主导地位。指数基金现在已经成为有关投资策略、资产配置和基金选择的标准。1975年我最初看有关历史数据记录时发现，标准普尔500指数在前25年中，平均每年要比积极管理型基金的收益多出1.6个百分点。虽然在过去的15年中，年均优势曾经扩大到4个百分点，但用现在更新的数据来看，长期记录反映出的优势是1.3个百分点。表5.1给出了消极管理的指数基金和一般积极管理的股票型基金在各个时期的对比。

表5.1　　标准普尔500指数和股票型共同基金的比较

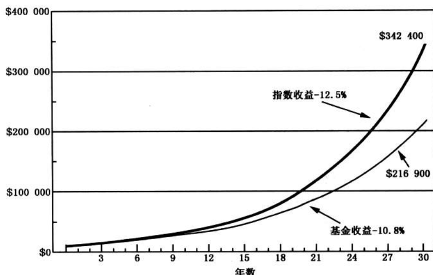
（截至1997年12月31日各期的年收益率）

时段（年）	标准普尔500指数（%）	普通股票型共同基金（%）	指数优势（%）
50	13.1	11.8	1.3
40	12.3	11.5	0.8
30	12.5	10.8	1.7
25	14.3	13.9	0.4
20	17.4	15.6	1.8
15	17.2	13.2	4.0
10	18.6	15.2	3.4
5	23.1	18.1	5.0

我完全认同在过去的15年中大盘股在标准普尔500指数中占据优势，并以稳固的优势引领整个市场。我要强调的是这样加速的优势也可能会倒退，在将来一段时间内，可能由于人们钟情于小盘股而变成劣势。但是这种优势的差距令人印象深刻，在学术界和金融媒体中，精明的投资顾问和投资大众对指数基金的认可将会进一步加强。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即便过去 10 年内的 3.4%的优势在将来不能持续，其前途依旧光明。就算只能保持前 10 年的一半优势，即 1.7%，依然会造成资本积累的巨大差异。假设过去 30 年的标准普尔 500 指数的实际收益率是 12.5%，而普通共同基金的收益率是 10.8%。如果在 30 年内二者保持这样的收益，初始投资 10 000美元，指数基金将增长到342 400美元，而管理型基金只能上升到 216 900美元。显然，令人惊讶的125 000美元的差距代表了一个持续的胜利。图 5.1 给出了在每年复利的情况下，30 年内各项投资的最终收益。



* 每年的复利基于 1967～1997 年标准普尔 500 指数与普通美国股票型基金的平均收益。

图 5.1 1 万美元投资 30 年的增长情况：标准普尔 500 指数与股票型基金*



这种差距能否维持只是一个猜测而已，但可以确定的就是指数基金没有任何成本，而其他共同基金有很大的成本负担，这可以解释两者最主要的收益差距。实际上在 1975 年前的 30 年中，普通的股票型共同基金的年总成本从占资产总额的 1%(或许多一点)上升到现在的 2%，甚至更多，显然成本因素拖了整个基金业绩的后腿。对在标准普尔 500 指数中占据引导地位的大盘股的优异表现，实在是锦上添花。

特别是，金融媒体已经开始为指数基金唱起了赞美诗。在 1997 年早些时候，《纽约时报》、《华尔街日报》的头版文章都是称赞指数基金的。几乎同时，《时代周刊》、《新闻周刊》一致在刊登关于指数基金的故事。对指数基金最热情的认同来自 1995 年《货币》杂志上的一则头条，其执行主编

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

泰勒·马西森(Tyler Mathisen)慷慨地将标题列为"鲍格尔赢了：指数基金应该是现代众多投资组合的核心"。就像扫罗(Saul)在去大马士革的路上，《货币》杂志目睹了神灵的显现。

"传道者"在字典中的定义是"信使，尤指第一个倡导一个重要信念或制度的人"。看来我或许有资格作为指数共同基金的传道者。自 1951 年在普林斯顿撰写有关共同基金的学年论文时，我就流露出对基金经理是否有能力战胜股票市场的怀疑，脑海中就已经出现了市场指数基金的模糊概念。自 1975 年先锋指数信托创立以来，我就一直以饱满的热情和坚定的信心来传播指数基金的福音。

很长一段时间里，人们对我的宣传充耳不闻。第一只指数基金一开始就充满艰辛，其相对于标准普尔 500 指数的业绩并不理想，在吸引资金流入上也非常吃力。渐渐地，它开始得到公众的认可。终于，它在 20 世纪 90 年代末所获得的巨大成功为我们检验一些长期存在的对指数化的批评提供了一个很好的背景。历史记录让我们能够和那些怀疑指数基金的优良业绩能否持续的批评者搏斗。在更深入地探究指数化的优点的过程中，我将证明指数基金对精明的长期投资者来说是最强有力的策略。

历史教训

我一直相信了解历史非常重要。指数基金的历史是我们理解它的一个好的开始。我没有发明指数化的概念，但我长期信奉它，相信它很有可能成为共同基金世界中的一员。它不仅自身是非常有意义的，而且它和我的信念相吻合，即低成本有助于获得市场收益的优势。正如我提到的一样，历史告诉我们这是长期投资者所追求的目标。

指数化概念的先驱是富国银行(Wells Fargo Bank)的威廉·福斯(Wiliam Fouse)和约翰·迈克考(John McQuown)。1969～1977 年间，他们根据学术模型建立了指数投资的原则和技术，他们的努力，使一个 600 万美元的指数基金得以创立，它隶属于新秀丽(Samsonite)公司的养老金账户，以纽约证券交易所上市的所有股票为基础构建指数，指数中每只股票所占的权重是相等的。福斯将该基金的运作称之为"一场噩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

梦”。这个策略在 1976 年被抛弃了，取而代之的是按市场价值加权的标准普尔 500 指数。富国银行管理的第一个指数账户是自己的养老金和来自伊利诺伊州贝尔电话公司的资金。

1971 年下半年，波士顿百骏金融管理公司（Batterymarch Financial Management）决定不受干扰地进行指数投资，开发这一项目的是公司两位创立人杰瑞米·格兰瑟姆（Jeremy Grantham）和迪恩·利巴隆（Dean LeBaron）。1971 年在哈佛商学院的研讨会上，格兰瑟姆提出了这个想法，但直到 1973 年都没有人接受。为此，公司在 1972 年还被《退休金投资》（*Pensions & Investments*）杂志授予“最可疑的成就奖”。在 1974 年 12 月，公司终于吸引到了第一个指数客户。

1974 年，位于芝加哥的美国国民银行以标准普尔 500 指数为基础创立了一只普通信托基金，该基金的最低投资额是 10 万美元。至此，指数投资理念才开始从学术界，从第一批试水指数投资理念的三大公司那里变成公众话题，各种杂志媒体也逐渐开始评论指数投资。创立指数基金的强烈呼吁来自三位睿智而富有远见的杰出人士，我还一直珍藏着他们的文章，25 年后的今天重读这些文章仍然使我和当初一样激动不已。

“挑战判断”

第一篇文章名为“挑战判断”，由麻省理工学院金融学教授、诺贝尔经济学奖得主保罗·萨缪尔森发表于《投资组合管理杂志》（1974 年秋）。萨缪尔森认为：“至少，一些大的基金应该会建立一只跟踪标准普尔 500 指数的内部投资组合——即使其目的是为了建造一个简单的模型使得内部的审查人员可以用来比较基金经理的投资技术和业绩……也许大学退休股票基金（CREF）可以尝试创立一个不加管理的分散型指数基金，但是我敢肯定……（或者）美国经济学会应该考虑为其会员建立一个没有佣金、不用缴纳管理费、也没有交易成本的基金。”然而，他又指出可能会存在一个难以克服的困难：“在 20 000 名经济学家中，能够筹集到的财富（向基金提供资金），可能低于从 20 000 名按摩师那里筹集的。”

萨缪尔森博士号召那些不相信消极的指数会超过积极的经理的人“用处理任何实际问题的唯一方法——提供相反的事实证据——解决这



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个让人不舒服的残酷现实(学术上不可能通过外部信息来识别执行者是否尽责)"。还没有人找到这些证据,也不可能找到。但是,他已经为那些在任何地方发行指数基金的人设下了隐含的挑战。

"输家的游戏"

一年后,格林威治合伙公司(Greenwich Association)的管理合伙人查尔斯·D. 埃里斯(Charles D. Eliis)在《金融分析师杂志》(1975 年 7～8 月号)上发表了一篇开创性的文章,标题为"输家的游戏"。其中的论点大胆且极富争议,"投资管理业建立在一个简单而基本的信念上:专业经理可以战胜市场,这个前提明显是错误的"。他指出,在过去 10 年中 85%的机构投资者收益低于标准普尔 500 指数,主要是因为,机构投资已成为当今投资环境的主要特征,而机构投资的成本会消耗投资基金所获得的收益的 20%。"使得管理资金从一个赢家游戏变成一个输家游戏,最终的赢家是输的最少的人而不是赢得最多的人。"他进一步解释道:"卡西诺赌博中,每一局赌场老板都要抽 20%,这显然是一个输家的游戏……因此,资金管理业已成为一个输家的游戏。"

埃里斯并没有号召成立指数基金,但他问:"难道指数的成功就一定表明应该建立一个完全消极的指数投资组合吗?""并不一定,但如果你不能战胜市场,就应该对此予以考虑,指数基金无疑是一条好的途径。"现实世界中,确实很少有投资经理扣除成本后的净收益能够与指数的业绩相匹配,更不用说超越指数的水平。就算有少数例外的情况,但也不可能事先预知。

财富引导潮流

莎士比亚笔下的布鲁图(Brutus)曾经说过,"人生潮起潮落,若能把握机会乘风破浪,必能马到成功"。颇具讽刺意味的是,在基金业,财富在某种意义上将投资的涨潮转向了指数基金。1975 年 7 月,《财富》杂志发表了副主编埃尔巴(Ehrbar)写的"几种有益的共同基金"一文,这是第三篇划时代的文章。埃尔巴得出了一些在今天看来显而易见的结论,但在当时却很难被接受:"共同基金不会一直战胜市场,实际上过高的研究经费和交易成本使它一直比市场差……很明显投资者要买基金的话,必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

须要先比较一下成本再做决定。"他的最终结论是："基金业绩实际上比市场要差。"

埃尔巴对指数基金不能很快创立感到失望。他说："目前市场上缺乏创新精神，共同基金行业到现在都还没有提供一只指数基金"。对共同基金投资者来说，最好的替代就是"一个没有佣金、费率很低、与总体市场具有同样的风险并且坚持全额投资政策的共同基金"。他或许没有意识到，他已经有点准确地描述了第一只指数基金的雏形，不久这只基金便诞生了。而这就是他所做的贡献。

机遇是创造之母

这三位极力鼓吹指数基金的杰出人士所吹响的嘹亮号角是不可抗拒的。而我也有幸成为指数基金发展的先驱之一。指数基金在学术界已声名鹊起，但在投资界却很少被接受，根据我对基金过去业绩的研究，我坚信它会成功。因此，我在 1974 年建立了这家专注于低成本的公司，更确切地说是一只几乎零成本的指数基金。这是一个一生的机会：证明文章中阐明的基本理论可以运用在实际中。唉，公众投资者对此却没有任何需求。我不得不指望以法国经济学家萨伊命名的萨伊定律（Say's Law）——供给会创造自己的需求。在 1975 年末，先锋公司创造了第一只建立在标准普尔 500 指数基础上的指数共同基金。



指数化是一个长期投资策略

指数基金在近年来的成功部分是基于以极低的成本取得和持有广泛分散的投资组合，而这些投资组合里的股票是按照它们本身的市值占市场的权重来配置的。这种投资是一种明智并且有效的长期投资策略。标准普尔 500 指数在过去 5 年中优异的表现带动了指数基金的成功，这段时期也是该指数超过美国股票型基金平均收益水平最高的时期。

但是指数基金的长期优势——广泛的分散化、以构成市场的股票市值的比例来加权、最少的组合变动和低成本——都受到了明智投资者的赞扬和关注。看一下沃伦·巴菲特，这位也许是世界上最英明的投资者，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1996 年伯克希尔·哈萨韦公司的年报中的几句话：

大多数投资者，不论个人和机构，将会发现拥有普通股的最好办法是通过一个低收费的指数基金来实现的。走这条路的人一定会比大多数专业投资机构的净收益要高。

不论将来如何变化莫测，选择指数基金的长期投资者将不会失望而归。而另一方面，期望标准普尔 500 指数依旧保持这几年的强劲上升势头而选择指数基金的短期投资者，则有可能会后悔所做的决定。历史记录清楚地表明：相对于一般的共同基金，标准普尔 500 指数正遭遇间歇性的低谷。图 5.2 给出了 1963 年以来被标准普尔 500 指数战胜过的共同基金的百分比。

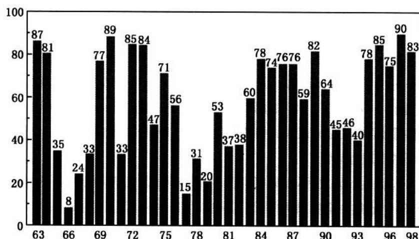


图 5.2 被标准普尔 500 指数胜过的普通股票型基金：1963～1998 年 6 月 30 日

图 5.2 表明，尽管总体上很成功，但也有三个时期指数表现不好：1965～1968 年、1977～1980 年以及 1991～1993 年。为什么呢？第一个时期正处于投资的投机性开始的时代，当时很多风险极高的小盘股提供了很高的超额收益，因而共同基金行业创建了大量这类具有高度进攻性的热门投机性基金。这个行业的保守特性和传统在这个时代改变了，基金们投资于那些具有高风险的股票，标准普尔 500 指数对短期回报不太敏感而不被人们所看好，共同基金的表现会胜过市场的看法日嚣尘上。然而当投机泡沫在 1968 年破灭的时候，那些新设的基金轰然倒塌，基金的平均收益狂跌，标准普尔 500 指数在 1969 年至 1976 年重新夺回以前的优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二个反常时期很快也发生了。在 1977～1980 年，股市从 1973 年到 1974 年的低谷持续上涨了 50%左右。小盘股最终又回到前列，但它们比大盘股的复苏要晚许多。那时 3 只大盘股在标准普尔 500 指数中占据主导地位（国际商用机器公司占 7.2%，美国电报电话公司占 6.4%，通用汽车占 2.6%），但在当时高度分散化投资的共同基金所持有的投资组合中，这 3 只股票所占的比例很小。平均来说，这 3 只大盘股 4 年的累积收益为 7%，而指数中其他股票的收益率高达 69%（总体来说，指数的累积收益是 55%）。当泡沫破灭的时候，一切又开始回归正常，指数在接下来的 8 年中再度保持强劲。

标准普尔 500 指数最近一次表现不足主要是基本面的原因。在 1991～1993 年间，中小盘股的业绩比大盘股更好。此间标准普尔 500 指数的平均年收益率是相当可观的 15.6%，而市场上其他股票的收益率是 22.5%。[1] 结果，标准普尔 500 指数的表现仅比 44%的股票型基金要好——少于一半（但距离一半很近）。代表全部市场的威尔逊 5000 指数的收益率为 17.7%，比 53%的股票型基金要好。随之而来的是，标准普尔 500 指数以有史以来最大的持续性优势，在 1994～1998 年超过了 75%～90%的管理型基金。

经历这一波之后，如果标准普尔 500 指数的优势要暂停一下也毫不奇怪，它依然由全球最大的公司所主导，其中通用电气占 3.19%，微软占 2.4%，可口可乐占 2.2%，埃克森占 2%，默克占 1.6%。但是这些公司所占的权重越来越分散化，现在五大公司只占到指数的 11%，只有 20 年前五大工业巨头所占权重 22%的一半。有趣的是，以前最大的那五大工业股票现在仅占指数权重的 8%。它的重要性的下降彰显了指数化能够成功地战胜潜在的障碍，因为新的增长迅速的公司会填补和替代原先那些不景气公司对指数的影响，从而使指数保持长期的领导地位。

随着市场的发展，时间和条件都在变化。基于非常成功的标准普尔 500 指数基金基础上的指数化策略将会在未来不可避免地受到一次次的检验。但是作为一项长期投资策略，它依然是令人信服的。

[1] 市场其他股票由威尔逊 4500 指数来测定，由威尔逊 5000 中的股票扣除标准普尔 500 股票后余下的股票组成。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准普尔500指数不代表市场

"指数基金"的术语经常与某一类特殊形式的指数基金相混淆，这类基金是以标准普尔500指数为基础的。第一只指数基金就是按照它来构建的，这是因为标准普尔500指数：(1)是机构投资者在评价其投资收益和经理业绩时最广泛接受的标准(那时的共同基金业通常不向投资者提供用于比较的标准)；(2)是两个最著名指数中较合理的一个(股票是根据市值来加权，而不应该像道—琼斯工业平均指数那样，以30家公司的每股价格来加权)；(3)25年前它代表整个股票市场90%的市值，现在大约是75%，因此，它可以代表市场大的趋势。10年后第二只指数基金也是以标准普尔500指数为基础的，实际上大多数指数基金都是以此为基础的。

但是标准普尔500指数目前所代表的75%的大盘股并不是全部的市场，中盘股和小盘股(这样的股票一般波动性很强)都被排除在外了。不管怎样，指数化的基本原理是建立在拥有市场上所有股票的基础上的。理论上讲，指数基金所参考的更好的标准是威尔逊5000指数，因为它包括了美国市场所有公开上市的股票。

由标准普尔500指数中的大盘股引发的1982年以来的大牛市，自然会使得该指数表现优秀。实用主义者已经在欢庆胜利，但全市场指数基金正逐渐走向台前。先锋基金是少数几家推出基于威尔逊5000的指数基金中的第一家，但是标准普尔500指数仍然是大多数共同基金和养老金账户衡量业绩的主要标准。

选择哪一种指数基金很重要吗？长期来看，没有关系。20世纪70年代以来，在刚有威尔逊5000指数的时候，这两个指数的总收益是一样的，每个年收益都是13.7%——相当精确的巧合。也就是说，组成威尔逊4500指数，占总市值25%的中小股票的平均收益也是13.7%。虽然任何依赖于时间的比较都是值得怀疑的，1970～1998年是我们可以用来比较的最长时期。如此惊人的相等在某种意义上也掩盖了比较的意义，但我认为当两类不同投资特点的股票在接近30年的时间中获得相同的收益时，我们可以从中学到一些重要的东西。

但在短期，不同投资结构所获的收益差别确实重要。当我们比较各类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共同基金和标准普尔 500 指数的表现时，我们发现大多数基金的表现都达不到标准普尔指数的收益情况。标准普尔指数在近些年的领导地位夸大了其内在的优势，正如 1976～1979 年它的追随者过分夸大其弱点一样。例如，在那个时期，标准普尔 500 指数的收益超过 22%的股票型基金，而威尔逊 5000 指数则超过了 44%的股票型基金。在 1995～1998 年，情况截然相反，标准普尔 500 指数的收益超过了 82%的基金，而威尔逊 5000 指数超过的只有 72%。图 5.3 比较了在过去 28 年中这两种指数的相关情况。

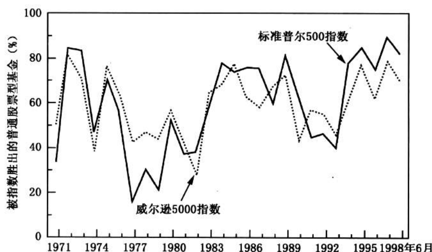


图 5.3　被市场指数战胜的普通股票型基金

很难找到一个完美的标准来测度共同基金的收益。尽管美国股票型基金的总资产是按与市值相同的比例投资于大盘、中盘与小盘股票的，但不同种类股票型基金的数量却不尽相同，大部分都倾向于投资中小盘股票。图 5.4 对此进行了比较。

特别地，大盘股占了所有股票 75%的市值，中盘股占了 15%，还有 10%是小盘股。股票型基金的资产分配几乎也是一样，但基金数量则不同，大盘股基金占了 52%，中盘股基金占了 26%，而小盘股则占 22%，很明显的一个特征是比较倾向于波动较大的公司。基金的数量是分析师在比较标准普尔 500 指数战胜多少基金的基础。因此，大公司业绩的好坏将对市场年收益造成显著的影响，当它们比市场好时，标准普尔 500 指数的成功将被夸大；当它们落后于市场时，该指数的失败也被夸大。但是长期来看，这种差异并不重要，请记住，过分简单的、依赖特定时期的对比——经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

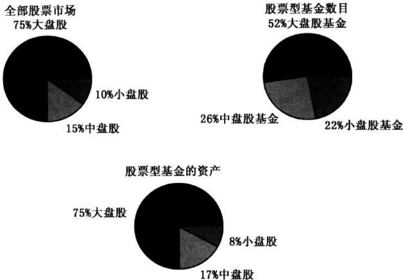


图 5.4 股票型基金与指数的构成

常有人来做这样的对比——能够误导那些粗心的投资者。

指数获胜主要是由于成本

考虑到股票市场上的资本构成比例（大盘股占到总市值的 75%）与股票市场中的基金数量比例（大盘股基金只占 50%）之间的差异，我们如何来做一个公平的比较呢？一种简单的方法就是对威尔逊 5000 股票指数（反映全部市场）和那些资产配置类似全部市场的股票型基金进行比较。结果表明，强调大盘股的共同基金才能达到这个标准。[1] 它们的业绩类似于所有成长型基金和所有成长—收入型基金的结合，但不包括那些小盘股基金和积极成长型基金。最终的结果（也比较公平）就是：基金重点投资于大盘股，但不排除其他的股票；指数也强调大盘股，但也不排除其他股票。

在过去的 15 年中，这些大盘股基金的平均收益是 14.1%，我所指的是成长型和价值型基金（而非“增长—收入型”基金），而威尔逊 5000 指数的

〔1〕 超大盘股、大盘股、中盘股和小盘股在威尔逊 5000 指数中的权重是 48%、28%、15%和 9%，在大盘基金中的权重是 47%、35%、16%、2%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均收益率是 16%。这 1.9%的差距累积起来意味着:如果初始投资是 10 000美元,基金平均的终值为72 600美元,而投资于威尔逊 5000 指数所获的终值是92 700美元,两者相差20 000多美元(同期标准普尔 500 指数的收益是 17.2%,最终价值是 107 800 美元)。

在过去 15 年中幸存下来的 200 家成长型和价值型基金中,仅有 33 家在此期间的收益优于威尔逊 5000 指数,其余的 167 家基金的表现比该指数差,基金胜出的概率是 1/6。更有趣、也更明显的是基金收益的波动。我将基金收益与威尔逊指数收益排序画在图 5.5 中。

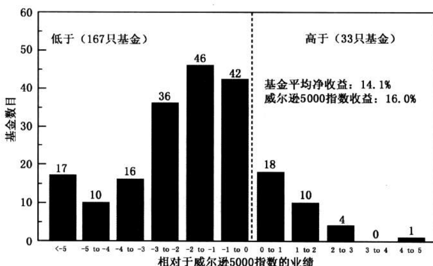


图 5.5 成长型和价值型基金与威尔逊 5000 指数的净收益(扣除认购费),1998 年 6 月 30 日以前的 15 年时间



如果我们认为在指数收益上下 1%只是统计误差,概率就会变化:只有 15 只基金的业绩超过市场表现,125 只基金的表现要比市场差,基金战胜指数的比例骤减至 1/13,减少了一半。如果将该区域扩大至 3%的水平,通常很少有基金在长期能够在这个水平上战胜指数,只有 1 只基金胜出,43 只基金都失败了,1 只基金超过指数收益 3 个百分点的概率是 1/200。这些概率表明,寻找未来战胜市场的基金,面临着巨大的挑战(我将在第九章进一步说明)。

另一个重要的教训是:共同基金失败的重要原因在于沉重的成本负担。上文提到的基金收益是在扣除了基金所有的运营成本(具体而言,每年平均为 1.4%)和组合交易成本(对于成长型和价值型基金而言,每年平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均至少为0.5%)以后的净收益。而指数是无成本的,没有运营成本和交易费用。如果我们按照大概的成本来调整每只基金的收益,就会发现完全不同的结果。如果从总收益(不是净收益)的角度来考察,胜出的概率会发生变化,使基金业的业绩图看起来变得更好(然而基金投资者得到的当然只是净收益)。

图5.6给出了扣除成本前的情况,证实了指数基金的基本原理,管理层作为一个整体必须获得与市场一样的毛收益,才能作为指数的代表,一旦抵扣完成本后就会低于平均收益。这一点也不奇怪,事实上,在过去的15年里,威尔逊5000指数收益率达到16%,比一般成长型和价值型基金14.1%的净收益高出1.9%,而这部分正是我们估计的基金成本。[1]

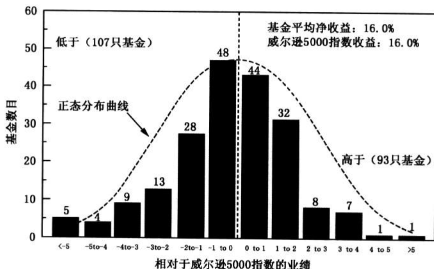


图5.6 成长型和价值型基金与威尔逊5000指数的毛收益(净收益+费率+0.5%),1998年6月30日以前的15年时间

图5.6展示了计算成本前的基金收益,是在前幅图的基础上调整了每只基金的费率和交易成本而得出的。在图5.6中,基金的分布向右偏移,接近一半的基金(200只中的93只)超过市场表现,有49只基金的收益率高于指数1%以上。107只基金比市场指数要差,仍然是个很大的数字,但

[1] 这个简单的方程忽略了基金持有现金储备的劣势,在牛市每年大约会使收益降低0.6%(指数基金不需要持有现金)。但是另一方面,也有一个生存偏差(能在15年中没有关闭的基金相对水平较高,这样样本中都是管理水平较高的基金——译者注)。可能会刚好抵补前面的0.6%,因此总的对比还是有效的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比扣除成本后有很大改进。

当我们把这些毛收益与正态分布相比较时——就如抛硬币试验所产生的随机结果—— 一些有趣甚至令人吃惊的结果发生了。如果将图中的基金收益用线连接起来，就会发现一个完美的概率分布图形——就像抛硬币游戏一样，虽然图中显示基金的收益分布更集中于图的中央。如果一个人掷 10 次硬币有可能会连续掷出 10 个正面，但如果 50 个人来掷就会是 5 个正面、5 个反面。也就是说，基金经理的技巧在某种程度上就是一种运气，一种概率事件。正如图 5.6 表示的一样，共同基金毛收益服从某种随机分布。但是，对于所有的基金经理而言，他们无法克服沉重的成本负担。

指数基金比表面看来更好

为了更好地证明消极管理的指数基金的优势(相对于积极管理型的共同基金而言)主要源于传统基金所产生的成本，我将依据无成本的市场指数来进行阐述。一只现实中运行的指数基金，虽然它不需要支付任何咨询费用，但是肯定会有实际的运作开销。实际上，这个低成本的公众指数基金年费率不到 0.2%，收益(至少对那些高效率运行的基金而言)也就应该只比目标指数差 0.2%。这些高效率运行的管理基金每年落后于指数 0.2%，意味着其组合的换手率非常低，从而只需向经纪人支付最低的佣金，因此，交易成本是微不足道的。考虑到成本的因素，威尔逊 5000 指数基金的收益率就应该从过去 15 年威尔逊 5000 指数每年 16%的收益率下降为 15.8%，但仍比一般管理型基金所获得的 14.1%的净收益率高出 1.7 个百分点。

即使这样的对比也使管理型的共同基金处于很大的优势，从而没有给予指数基金应得的赞扬。该比较中管理型共同基金存在的优势非常明显：(1)它忽略了基金的销售费用；(2)该比较有利于整个考察期内所有存活下来的基金，因此有生存偏差；(3)没有考虑股息收益和资本利得的税收负担。

实际上，所有对收益的度量都没有考虑共同基金初始的销售费用，75%的共同基金销售时都要收认购费，也没有考虑投资者在短期持有后赎回时发生的费用(大约有 15%的基金对投资者提前赎回收取罚金，因较早

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赎回而支付罚金的投资者数目不太好确定）。如果投资者的认购费是5%，持有5年，他们的年收益将每年被减掉1%，如果持有10年则是每年0.5%（如果基金收益为正，这个数字会上升，为负时则下降）。许多基金没有销售费用，但罚金可以使基金收益从14.1%降到13.6%，即过去的15年中，至少每年会使收益下降0.5%。

生存偏差

生存偏差是第二个显著夸大基金收益的因素。在上述15年的对比中，我们仅仅看到的是存活下来的基金。这是一个相当不错的成就，在过去15年中，约有1/5的基金消失了，要么被清算，更有可能被其他同类基金合并。但消失的通常是那些表现不好、不能获得竞争性收益的基金。有几篇学术研究对其进行了仔细的测量，普林斯顿大学的伯顿·麦基尔（Burton Malkiel）教授（畅销书《漫步华尔街》的作者）发现：在1982～1991年的10年间，18%的基金——331只基金中有59只，或者近1/6——转瞬即逝。[1] 在那个时期，存活下来的基金每年的收益是17.1%，但全部基金的平均年收益为15.7%。生存偏差将过去10年中的基金平均年收益率整整调高了1.4个百分点。而且在截至1991年的15年间中，生存偏差使得收益偏差达到令人吃惊的4.2%。为方便论证，将过去15年报告的基金平均收益率保守地降低1%，使得扣除销售等费用后的基金平均收益率为12.6%，但与威尔逊5000指数16%的收益率仍有3.4%的差距。

税收效率

还有一大部分费用是由税收引起的。消极管理的指数基金，具有税收方面的效益，因为标准普尔500指数（从更广的范围来说，可以指全市场的威尔逊5000指数）的组成结构，预示着这类基金有较低的换手率。积极管理的基金在税收方面效益低下，因为其平均换手率每年高达80%。实际上在过去的15年里，先锋指数基金（基于标准普尔500指数）的业绩在税前超过94%的基金，而税后则超过97%的基金。在第十三章中，我将会详

〔1〕 在稍后的一项研究中，马克·卡哈特（Mark Carhart）教授发现1962～1993年间，股票型基金消失了1/3。麦基尔的研究表明，即使在1988～1992年间的短期内，686只基金中有100只消失了，死亡率为15%。更近一些，在1993～1998年相对繁荣的时期，也有600只股票型基金消失了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

述税收的影响，但基于这些数据，最保守地估计，积极管理的基金对于纳税的投资者来说，税收又将使他们的收益减少一个百分点。

事实上，这三个因素将会使积极管理型基金的年收益下降 2.5 个百分点，从原先的 14.1% 下降到 11.6%。另外，当威尔逊 5000 指数在考虑操作成本后，其指数基金的收益会减少到 15.8%。也就是说，上述的三个因素促使指数基金的年收益比积极管理型基金高出 4.2%。无论你是短期、中期或长期投资者，这样的差距可不算小。

风险之争

常有支持积极管理型基金的不同观点：股票型基金收益率之所以低于广泛的市场指数，是因为股票型基金的风险更小。股票型基金持有现金资产，而指数基金则全部投资于股市，致使其资产完全暴露在整个市场下滑的风险之中。而积极管理的基金持有的现金准备可以减少市场下降的冲击，并且一旦预测到市场即将下降，聪明的基金经理便会减少股票持仓量，增加更多的现金储备来进行自我保护。

不幸的是历史记录表明，认为积极管理型基金风险较低的观点是肤浅的，是没有证据的。股票型基金经理作为一个整体，并没有系统性的能力在市场大跌之前收回现金，在市场大跌之后重新投资。事实恰恰相反，基金在市场已达低谷后持有大量现金而在市场高涨后持有少量现金，例如，在 1973～1974 年的市场危机之前，基金持有的现金只占到整个资产规模的 4%，而当股价跌到很低的时候，现金持有量却达到了 12%。又例如，在 1982 年牛市开始时，股票型基金持有占总资产 11%的现金。到 1988 年，现金持有率仍然保持在 10%。然而在 1998 年中期，当股票行情如同 1987 年那样暴跌之前，现金储备反而下降到 4.6%，是历史上比较低的水平，基金经理们再次犯了错。



但事实上不论现金储备有多少，都只占到资产的一小部分，只是狗身上的一条尾巴而已。一个简单的逻辑是：5%～10%的现金储备（尾巴）不可能摇动占 90%～95%的股票的表现。实际上，基金和市场指数在市场下跌时的记录证明，由高质量、大盘股构成的指数基金比一般的股票型基金组合（由一些积极进取的股票组成，并具有少量的现金头寸）具有更低的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波动性。

根据历史记录，基于标准普尔 500 指数和威尔逊 5000 指数的指数基金比一般的股票型基金风险要低。《晨星共同基金》根据每只基金的月度收益与无风险国库券利率之间的比较来计算每只基金的风险，结果是：在过去的 10 年中，标准普尔 500 指数基金比一般共同基金的风险要小 15%；在过去的 5 年中，标准普尔 500 指数基金风险比一般共同基金的风险要低 19%，而威尔逊 5000 指数基金则要比一般共同基金的风险小 18%。

换种方式来看，过去 10 年收益率的标准差为：标准普尔 500 股票指数是 14.3%，威尔逊 5000 指数是 14%，而一般的分散化股票型基金是 14.8%。按晨星的方法来计算，如果过去 10 年一般共同基金的标准差被定为 1，则标准普尔 500 指数是 0.97，威尔逊 5000 指数是 0.95(见表 5.2)。结合晨星的风险数据和相对标准差，就可以清楚地表明，尽管管理型股票共同基金确实保持适度的现金储备——并且在预期市场下跌时，有能力保持更多的现金准备——但其风险是系统性的，而且显著地大于全部投资的市场指数基金。

表 5.2　　风险：普通股票型基金与指数基金

	5 年晨星风险	10 年标准差	10 年相对标准差	累积损失 1987/8/31～1987/11/30	累积损失 1996/5/23～1996/7/25	累积损失 1998/7/16～1998/9/3
一般股票型基金	1.00	14.80	1.00	−28.3%	−9.5%	−20.3%
标准普尔 500 指数基金	0.81	14.30	0.97	−29.8%	−6.4%	−16.9%
威尔逊 5000 指数基金	0.82	14.00*	0.95	−29.80%*	−8.3%	−18.8%

* 威尔逊 5000 指数；指数基金还没有创立。

比较管理型共同基金和市场指数基金在特定的市场衰退时的业绩，可以清楚地发现，随着更多积极进取型基金的加入，管理型股票基金的风险相对于指数基金不断加大。10 多年以前，在上一次最大的股票市场下跌中，两个相当分散的市场指数业绩下降的幅度比普通股票型基金大。在 1987 年 8 月 31 日到 1987 年 11 月 30 日的市场大危机中，每个指数都下跌了 29%，而普通基金则下跌了 28%。但是标准普尔 500 指数在危机前具有一个较大的相对收益，并且在衰退之后同样具有一个较大的回升。实际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上当年标准普尔 500 指数上涨了 5.2%，而普通基金只涨了 0.5%。

在最近几次下跌中，股票型基金的风险更明显。从 1996 年 5 月下旬到 7 月，标准普尔 500 指数下跌了 6.4%，相对于普通基金下跌的 9.5%，少跌了 33%，而整个市场指数(威尔逊 5000)基金相对于普通基金少跌了 13%。1998 年夏天的下跌再次证明指数基金的风险更小：标准普尔 500 股票指数下降了 17%，威尔逊 5000 指数下降了 19%，而普通基金下降了 20%。在此以后的大牛市中，波动性更大的基金不断产生，使得整个基金行业的波动性更大。花豹真的改变了它身上的斑点，只可惜时机不对。

如果我们采用晨星对基金风格的分类(大盘价值型、小盘成长型等)来考虑历史数据，就会发现这些基金的风险相对于对应的市场指数(不仅是标准普尔 500 指数)要高。例如，小盘股基金相对于小盘股指数风险要大许多。因此结果就是，相对于没有进行风险调整的指数基金的收益而言，风险调整之后的指数基金的收益比积极管理型基金有更大的优势。有关共同基金投资风格的分类和各种关系将在第六章的后几节中详细地论述。

总之，很难想像为什么高风险的幽灵总是在指数基金上作祟。它们与所代表的市场同步下跌，但是管理类的基金也是如此——并且随着该行业包括了越来越多的积极管理型基金，这种情况近年来更加显著。历史记录既不支持现金准备可以对冲风险的观点，也不支持精明灵活的基金经理可以系统性地预期市场下跌并采取防御措施。在 20 世纪 90 年代的市场高涨中，他们所持有的现金准备要比市场低迷时少 50%，也说明了相反的事实。



指数基金各不相同

在分析市场指数和指数基金时，我主要依赖于最初的两只指数基金的历史记录，仅仅是因为它们是该领域的先驱，具有最长的历史记录(先锋 500 指数基金有 23 年历史，全股票市场指数基金有 7 年历史)。但值得注意的是：它们是很大的指数基金；没有销售费用、成本最低、换手率很低；而且管理高效，这令它们能够精确地与指数保持一致。

然而，现在市场上的指数基金可并非都是如此。在 140 只指数基金中，55 只追踪标准普尔 500 股票指数，4 只追踪威尔逊 5000 指数，46 只追

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

踪整个美国股票市场的一些子市场(大盘成长价值型股票、小盘成长价值型等),18 只以国际市场为目标,20 只以美国债券市场为基准。为了不盲目地选择指数基金,投资者必须仔细决定其所选择的基金,跟踪的正是自己希望的市场板块。

令人惊讶的是,有 1/3 的指数基金收取事前的或基于资产规模的销售费用。为什么投资者宁愿选择这些收费基金,却不选择类似无任何费用的指数基金呢?这始终是个谜。这样选择的投资者在一开始就使自己的收益落后目标指数 5%或更多。而且此后每年会落后更多,因为基金费率会抽走一部分。准确地说,投资者选择一只收取佣金的指数基金是很傻的。

同样,选择操作成本很高的基金也是不合理的。非常大的机构投资者可投资的指数基金年运营费率是 0.02%,一般大众可以投资的基金成本是 0.18%。有一家基金收取的费率为 0.95%,高得离了谱(当被问及为什么有如此高的费率时,这家基金说"这是一棵摇钱树"——对管理层而言,的确如此。但投资者选择自己的摇钱树可能更好)。

另外,要注意那些表面上宣称费率很低的基金,有可能在一段时间后要收更高的费用。常见的情况是前几年的费率很低,例如 0.19%,之后费率可能会提升到 0.5%。到那时你的投资已经增值,如果你退出转向一个真正低成本的基金的话,将要支付资本利得税。一定要在读完了广告中所有关于成本的条款后再做投资的决定,特别要注意基金招募说明书中的细节。

接下来是投资组合的换手率问题。指数基金一个很大的优势是税收效率,但有些指数基金由于投资者交易频繁,或由于投资组合策略过于依赖指数期货,使得投资组合的换手率很高——有时高达 100%或更多——结果便侵蚀了原本丰厚的收益。当存在大量具有税收效益的指数基金时,投资者没有理由选择低税收效益的基金。

更进一步要考虑的是,并非所有的指数基金的运作都是很高效的。一些指数基金经理不管是技术、经验或者敬业精神就是比其他基金经理要优秀。以 1996~1998 年为例,在扣除了运营成本之前,表现最好的标准普尔 500 指数基金的经理的业绩比指数要高 0.1%,而最差的基金经理则要比市场低 0.3%或更多。这种与市场指数收益匹配的能力的差距几乎被市场所忽略了,但显然是不应该的。例如,一个基金经理宣称费率(几乎是暂时性的)是 0.18%,但在经营方面却输了指数 0.3%,最终与市场指数的收益差距将是 0.48%。而另一个基金经理收取的费率是 0.2%,但基金收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

却能达到市场指数收益水平。两者相比，哪一个基金经理更有价值呢？显然由于后者的最终收益只比指数低 0.2%而比前者有优势。对任何一个指数基金，投资者都应该仔细考察基金经理执行策略的能力。

最后，指数基金投资组合中未实现的资本利得的数量也大相径庭。简言之，账面适度增值（或者损失）的基金比增值很大的基金可能更受欢迎。但是还需要考虑到基金在其他方面是否存在优势，如对巨额赎回的敏感度，有关赎回政策的选择（避免需要对投资组合中的证券加以清算）以及他们的税收管理策略等，进行仔细的权衡。

这些因素导致的收益百分之几或者更小的差别似乎看起来不是很重要，但对于长期基金投资者来说，会产生犹如白天和黑夜的本质差别。在终身投资计划中投资收益的微小差别也会产生长期的巨大影响。表 5.3 给出了选择不同的基金，10 000美元的投资在 10 年后可能获得的收益。投资于一家无费用、低成本及效率高的指数基金会获得30 500美元的最终收益。而在最差的情况下，投资于一家有费用、高成本及低效率的基金只能获得26 500美元的收益。

表 5.3　　各种特性的指数基金的净收益

	假设总收益(%)	销售费用(%)	费率(%)	经营效率*(%)	净收益残差(%)	1 万美元投资 10 年期的价值**(美元)
市场指数	12	0	0	0	12.0	31 100
无发行费用 低成本、高效率	12	0	0.2	0	11.8	30 500
无发行费用 低成本、低效率	12	0	0.2	−0.2	11.6	30 000
无发行费用 高成本、低效率	12	0	0.8	−0.3	10.9	28 100
有发行费用 高成本、低效率	12	6	0.8	−0.3	10.2	26 500

* 目标指数和组合收益之间的差异（未考虑成本）。

** 假设持有期为 10 年。

这样一个假设的例子并不荒唐，它是真实的情况。在过去的 10 年，10 000美元的初始资金投资在一个高效、低成本、无发行费用的标准普尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

500 指数基金上，最终将获得54 000美元；但将同样一笔资金投资于一家效率低、高成本并且需要交纳 4.5%的发行费用的指数基金时，最终只会得到47 000美元。对于两个资产组合完全相同的标准普尔指数基金而言，这样的差距是惊人的(后者就相当于前面说过的“摇钱树”)。可见，指数基金之间，并不完全一样。

指数化在所有市场上都起作用

指数基金最终被勉强接受了，因为人们目睹了以标准普尔 500 指数为基础而建立的指数基金不论是惊人的绝对市场收益，还是卓越的相对市场收益都获得了巨大的成功。此外，基于威尔逊 5000 股票指数而建立的全市场指数基金由于完全依据指数化的基本原理(所有投资者作为一个整体，不可能获得超过整个市场的总收益)，也开始获得具有竞争力的成就了。但指数基金的批评者坚持认为指数化只能在有效的市场中才有作用，例如那些交投活跃、流动性强的大盘股所代表的市场(这些股票主导着标准普尔 500 股票指数，占有威尔逊 5000 股票指数 75%的份额)，而在其他低效率的市场上，指数化并不能发挥作用。

这种言论好像很合理，但是并不值得相信。指数化的成功并不是基于市场充分有效的基础上的，而是基于作为一个整体的投资者没有能力去超过他们所投资的那部分市场的收益表现。市场效率涉及市场定价问题，而市场定价则需要对所有的证券进行正确的估价，这意味着很难区别好的和坏的基金经理。在无效的市场中，好的基金经理可能更有机会超过市场，但他们获得的超额收益会被差的基金经理的损失所抵消。

然而，相对于有效率的市场，基金的操作成本在所谓的无效率市场中会更高。例如美国小盘股基金的成本会系统性地高于大盘股基金。在第六章中我们会看到，一旦考虑到中小盘股票型基金承担的风险相对较高，就可以发现管理型的中小盘股票型基金落后于指数的程度与大盘股基金相似。

国际基金的成本更高，不仅是因为较高的费率，还因为其更高的托管费、税收、佣金和市场冲击成本。结果是指数基金的原理不仅在国际市场上是适用的，而且与积极管理的国际基金相比，消极管理的国际指数基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具有更大的优势，我们将在第八章中对此详加分析。在全世界股票投资的每个偏僻角落，指数化都能——也一定会——高效地发挥其作用。

表 5.4 分别描述了在有效和无效的市场上，管理收益与指数收益之间的关系，注意扣除成本前的收益对称是如何在扣除成本以后变成不对称的关系的。换句话说，成本的负担侵蚀了业绩最好的经理们的优势，也放大了业绩较差的经理们的缺陷。但是在无效市场，这种情况更加明显。具有讽刺意味的是，股票指数居然在无效市场要比有效市场更有作用。

表 5.4　　经理收益与市场收益的比较

	扣除成本前		扣除成本后*	
	最高 10%	最低 10%	最高 10%	最低 10%
有效市场	3%	−3%	1.5%	−4.5%
非有效市场	5%	−5%	2.5%	−7.5%

* 假设有效市场的基金成本是 1.5%，无效市场的基金成本为 2.5%。

指数化在债券市场上同样也是有用的。实际上，当考虑到高级别的固定收益投资时，对此加以论证会更有价值。债券的收益一般会比股票低，因此，成本占了债券型基金收益的很大部分。相互竞争的债券型基金的毛收益大体相近，但是正如我将在第七章所阐述的，大多数债券型基金的成本过高，从而使得低成本债券指数基金表现优秀。由于稀少，那些能够在成本上获得很大优势的成功经理显得异常夺目，因此，在债券市场上像彼得·林奇那样的人很少。虽然总有表现好的经理和差的经理，但没有一个能胜过其他所有人的英雄。

过去的 15 年中，债券型基金的平均年收益是 8.7%。相比雷曼综合债券指数 10.2%的收益率，低了 1.5%，这个差距主要是因为一般债券型基金 1.3%的年度支出费用（1.08%的费率，加上 0.25%的组合交易成本）。第一只债券指数基金在 1986 年创立，在不同的时期，都有类似的上佳表现。从它建立以来，平均年收益是 8.1%（扣除 0.2%的营运开支和 0.1%的交易成本之后），相对于同期普通债券型基金 7.4%的收益要高出 9%。在第七章中我们将会证明指数基金在市场的每一主要部分——全部的、长期的、中期的、附税的和免税的——都具有显著的优越性。指数化不仅在理论上，而且在实际上都非常成功。我们一定能够在任何地方都发现这一点，我们也做到了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数化的胜利

在过去近 25 年的时间中，指数基金的表现都超过积极管理的基金，从而证明了自身的优势。经验已经战胜了希望！这一点不仅被学术界所接受和认同——学术界很少有积极管理型基金的倡导者；而且也被金融媒体广泛宣传——这种转变，即便不能说是彻底的，也是普遍的。同样，这个观点不仅得到了成功的职业投资者的支持——回想一下本章开始时所引用的沃伦·巴菲特的评论——而且也得到了整个共同基金行业的认同。

几乎所有主要的免佣基金公司现在都开始提供指数基金——不仅仅限于基于标准普尔 500 的指数基金。甚至一些主要的股票经纪公司也正在提供免佣的指数基金，然而他们只是向其投资管理账户的客户提供指数基金，无论客户是否获利，都要收取一笔咨询费，我想这可能还是出于谋求自身利益的结果。尽管不相信指数基金的人现在为了满足公众的需求，在拼命挣扎之后也被拖入其中，对于传统基金经理扩充其产品线的要求使得他们只有接受指数基金成本极低的特征。

但是，形形色色令人惊讶的各种指数基金的信徒越来越多，从投资顾问的各种评论中可以看出指数基金现已被广泛接受：

- 彼得·林奇——麦哲伦基金具有传奇色彩的前任经理，他被人们评论为那个时代最精明的选股大师，他现在认为“指数基金会改善大多数投资者的境况”。
- 查尔斯·施瓦伯(Charles·Schwab)，曾创建了最大的共同基金超市，帮助选择和交易1 000多只积极管理型基金，曾不遗余力地强调并推销那些具有超常历史业绩的共同基金。但当涉及用自己的钱和机构的资金来投资时，他选择皈依了指数基金。最近，他的公司在电视上强力宣传和推销(这通常需要相对较高的成本)他们自己创办的 1 只指数基金。注意他是怎么说的：“只有大约 1/4 的股票型基金能够战胜市场，这就是为什么我坚定地信奉指数化的威力的原因。”
- 互联网投资顾问“彩衣弄臣”，他们的妙策是承诺“你获得双倍于标准普尔 500 指数基金的收益，让每年的超额收益达到 20%”。他们赞扬指数基金，虽然带有些许的贬斥。这些自封的互联网宗师认为“如果你因投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资而苦恼，那么就投到指数基金上，我们认为没有其他基金值得购买”。

● 也许最深刻的，莫过于奥本海默基金和投资公司研究所的前主席乔恩·福塞尔(Jon Fossel)，面对一位行业主管的批评——这位批评家说到“当涉及我们的表现如何时，我们正在追寻市场的足迹”——时做了最终的让步，福塞尔的答复是：“人们应该认识到，一般基金是绝不可能战胜整个市场的。”

目前最为明显的便是：指数基金已经获得了人们的认可和欢迎。它在刚开始的时候还是个令人争议的观念，在 1975 年仍然缺乏公众的需求，而现在却成为了整个共同基金行业投资收益的标准——虽然明显是个不可能实现的标准。最终，我们见证了经验对于期望的胜利。实际经验表明被动管理的指数基金战胜了积极管理型基金。常识获得了胜利。指数基金迟早会改变共同基金行业的结构和性质。

指数化的未来

指数化有望在接下来的几年中面临一些变化。其中的一些可能会减少过去几年指数基金和共同基金之间的收益差距。至少存在三种可能：

1. 股票型共同基金也许会全额投资。现金拖累了长期股票投资者的收益，然而，大多数共同基金为保证流动性而持有很多现金准备。只要股票市场比货币市场的收益高，现金就会给收益率的提高拖后腿。如果基金投资者意识到现金对于长期收益的不利，而且每年还要浪费 1.5%给投资顾问来管理这些现金时，基金经理可能就会完全投资而不保留现金储备。

2. 共同基金的成本也可能下降。大幅度削减咨询费是可能的，高成本积极管理的共同基金必须要降低成本对其业绩的影响，否则，随着无管理的低成本指数基金的优势逐渐广为人知，高成本的积极管理型基金将会意识到只有通过降低成本才能避免很差的业绩。而且共同基金睡梦中的独立董事如果有一天突然醒悟，着手削减极高的管理费用，那时低成本也有可能成为现实。如果基金经理们削减对投资者没有任何作



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用的巨额开支——例如营销和广告费，那么成本就可以在不牺牲管理质量的条件下降下来。我估计共同基金的投资者所付费用的10%是到了基金经理和研究分析师的腰包，而这些人声称有能力向投资者提供期望的收益。可见降低基金费用的空间很大。

3.基金投资组合的换手率也有可能从目前过高的水平上下降。过去(如20世纪50年代)共同基金组合的换手率通常是每年20%，而现在达到了每年100%。由于换手是有成本的，所以一个精明的基金经理要想超过市场收益就必须要权衡换手的影响。一旦投资者知道组合换手带来巨大的税收成本，可能会要求更低的换手率和更有税收效益的管理策略。共同基金必须要从指数化中吸取教训，将重点从短期投机转向长期投资。

尽管更低的成本、更少的现金准备和专注于长期投资会增强整个行业的收益，降低指数的优势，但也有至少三个可能使指数基金的优势扩大：

1.共同基金的费率也可能上升。用收取隐含的12b—1费的形式替代明显不受欢迎的前期费用的趋势，提高了共同基金的实际费率。如果基金公司的董事们不能采取行动，降低其他方面的费用，那么收取12b—1费的基金的费率将会上升得更高。

2.基金投资组合的换手率可能会大幅上升而进一步增加基金成本。随着市场效率由大盘股市场(已经相当有效了)向中盘和小盘股市场以及国际市场的扩散，基金经理可能会投入资金，努力寻找越来越少的单个证券的定价失误，这样就不得不更加频繁地交易，从而进一步提高换手率。

3.共同基金可能会失去各自的特色。股票型共同基金现在的总规模约为2.5万亿美元，是1976年340亿美元的75倍。共同基金经理现在掌控着所有个股的33%，而20年前还不到2%。因为高换手率，基金经理现在很容易彼此之间交易股票，从而不可能提高整个行业的收益。将来，基金经理更有可能是一个很难通过费率和营运开支来区分的群体。

在以上两组力量中，一组降低了指数基金的优势，而另一组提高了它的优势，哪一个更可能实现呢？指数化的原始动力——经过理论和实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

践证明了的——将会迫使共同基金的运作方式发生一些变化，但是我担心共同基金行业会抵制必要的变革。不过，即使基金经理尚未和扫罗一样在通向大马士革的路上看到圣灵的显现，从而不能领会指数化的启示，投资者将会要求共同基金对传统的基金策略作出必要的修改，使得共同基金业最终将会在一种利己主义的推动下走出这一步。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章 投资风格

——井字游戏

近年来，“净化风格”成为投资组合经理、投资顾问和共同基金投资者的口头禅。共同基金有时积极，有时也不太情愿过于清楚地定义投资策略和投资政策。单只股票型基金的经理们如今受到来自两个方面的压力：一个是保持自己管理的投资组合在任何时候都进行了完全的投资；另一个就是受限于特定的投资风格所决定的基金策略，例如是成长型股票还是价值型股票，或者是大盘股还是小盘股。

一个有力的观点是，股票型基金风格的选择就像选择基金投资组合经理一样，仅仅是该行业一个没有意义的把戏而已。就像没有证据表明基金过去的收益会预测未来一样，因此也很少有证据表明存在经得起时间考验的更好的投资风格。在两种情况下，高于平均的收益和低于平均的收益都将回复到正常水平：单只基金的收益回复到与之相对应的市场指数的收益水平。股票风格的收益则回复到整个股票市场的收益标准（两种情况下我们讨论的都是扣除了成本以前的基金收益）。

为什么一定要被投资的风格所困扰呢？这并不是一个没有价值的问题。已经有足够的理由去投资整个股票市场，或者大盘混合（成长型和价值型）基金，而这些特定风格的基金有最强烈的追踪市场总收益（在扣除成本前）的倾向。

虽然有证据（尽管很少）表明，某些单只共同基金的投资收益相对于其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同类的基金表现出一定的持续性，但更有大量的证据表明单只共同基金在相对风险上存在着持续性，而这主要与它所采取的投资风格有关。这就表明风格的不同导致了差别的存在。既然风格的差异有持久性，我们就可以合乎逻辑地认为：每个基金"风险调整后"的回报比其总收益更可能具有持续性。选择特定的基金风格，可以使投资者能够将风险控制在一定的程度(例如，大盘价值型基金收益的波动率比平均值要低 50%，而小盘成长型基金的收益波动率则要高 50%)。

在我看来，大部分投资者倾向于大盘基金的投资策略，尤其是混合成长型和价值型的基金，这是一种保守而中庸的股票投资方式。有些投资者可能也会考虑其他两个选择：一个是"选股"型基金，它没有明确的限制，可以灵活地从一个市场转到另一个市场；另一个是严守特定风格的基金。投资者选择某个具体投资风格会反映其风险偏好，或者可以与一个已经存在的投资组合进行风险平衡，后者的某种风格，相对于市场要么过头了，要么显得不足，这也是其风险控制的一个策略。位于整个策略之上的是另一个重要的投资决策：不论选择哪种投资风格，是通过指数基金还是通过传统管理型基金来执行？本章的目标就是帮助读者来明智地处理这些挑战。

井字游戏

现在我们来看看小孩子们玩的井字游戏(tick-tack-toe)。这个游戏没有制胜之道，即使一个天才和一个智力一般的人玩，也是如此。每个玩家只要简单地堵住对手的下一步就行(图 6.1 给出了简单的示意图)。当然如果一个玩家反应很慢或者不集中精力，对手就有可能获胜。井字游戏的双方是很难获胜的，因此，它是彻头彻尾的输家的游戏。



令人惊讶的是，《晨星共同基金》始创于 1996 年的"分类评级"体系，其 9 个方格的形状与井字游戏相比无异。正是由于这种相似性，用来分析基金投资风格的九宫格体系引起了这样的问题：寻找基金业绩就像和寻找一行×(或者 0)一样吗？换句话说，当几乎所有的参与者至少都有平均水平的投资技术时，如果没有一只基金会持续获胜，那么基金的选取难道就不是一个输家的游戏吗？

20 多年前，查尔斯·埃里斯(Charles Ellis)在《摆脱永远的输家》(*The*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

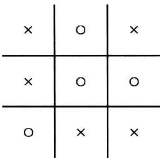


图 6.1 井字游戏

Loser's Game）中写到，职业经理能够战胜市场的前提看起来是错误的。因此，标准普尔 500 指数是金融机构用来测度市场收益的唯一标准（即使这个指数没有被经常使用）。在大多数机构投资者和共同基金的投资组合中，占主导地位的实际上还是标准普尔 500 指数中的大盘股的组合。如今，其他的投资风格也出现了，有些基金极其强调价值型股票或成长型股票，有些基金将重点放在中盘股或小盘股。不同的投资风格使得基金在实现的收益率（至少在中期）和波动性风险上都存在差异。而正确的做法便是在相同风格的基金中进行比较。

拿苹果与苹果比

至今为止，大多数评价共同基金业绩的方法相当简单，就是看它相对于"市场"的表现如何。标准普尔 500 指数尽管只占到美国股票市场 75% 的市值，受特大市值的股票影响很大（最大的 50 家公司的市值占整个股票市值的 35%，而 6 900 家非 500 指数的股票市值权重才占到 25%）。但还是常被用来代表整个"市场"。

许多基金和"市场"只是有一点点相似。分析投资风格的实务工作者考察一只基金时，常将其与同类投资风格的其他基金而非"市场"进行比较。多年来机构投资者用一个箱形图来做此类分析，纵轴表示市值规模由大到小，横轴表示从价值型股票到成长型股票（通常是以市值/账面价值比率或者市盈率为代表），每个数据在每条轴边用"×"表示。这并不是很复杂，但也不是很简单的评估相对业绩的方式。图 6.2 就是用这种方法分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了大盘成长型组合(左边)和小盘价值型组合(右边)。

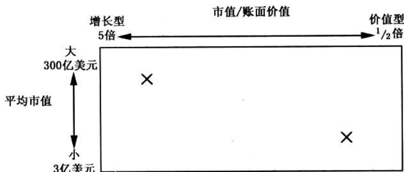


图 6.2 机构投资风格图

再来看看晨星的做法,它的贡献——正如它所宣称的一样,是"更加精确地选择和监督共同基金的方法"——是用九宫格(正如一个井字)来代替机构使用的箱形图。每个基金都按照双重标准进行区分,纵轴按基金规模大、中、小来分,横轴则是价值型、混合型和成长型。

九宫格体系的价值在于它能够综合风险和收益,迅速地来量化每只基金相对于其他同类基金的表现。大盘成长型基金与其他大盘成长型基金相比,小盘价值型基金与其他小盘价值型基金相比,等等。在晨星体系下,每只基金都可以获得一个从"1"(最低的 10%)到"5"(最高的 10%)的分类评级。最高和最低的两个等级都很难得到,其他 80%基金都在中间类别(45%在 2 级和 4 级,35%在 3 级)。

图 6.3 是本章 10 个井字框中的第一个。它表明了自 1997 年开始,有

	基金数目		
	价值型	混合型	增长型
大盘股	100	211	58
中盘股	54	84	90
小盘股	52	32	60

* 截至 1996 年 12 月 31 日拥有 5 年历史的基金。

图 6.3 晨星投资风格图(741 只股票型基金)*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5 年历史记录的 741 只股票型基金的分类情况。晨星公司长期追踪这些基金，通过其数据库，可以很便利地获得各种详尽的数据资料。尽管这种分析很重要，但是长期内，不管属于何种投资风格或类别，获得高额总收益无疑是更加重要的。投资者的任务是要获得整个股票市场中尽可能高的收益比例，无论通过何种投资风格或技巧。

晨星公司的分类评级体系准确地反映了不同投资风格的基金收益的异同。在截至 1996 年 12 月 31 日的 5 年里，基金收益的类似性更加明显。只有成长型大盘基金（年平均收益约为 12%）偏离了其他类别 13%～15% 的年均收益。9 类基金的年收益如图 6.4 所示。

	年收益 (%)		
	价值型	混合型	成长型
大盘股	13.8	13.2	11.9
中盘股	14.2	14.0	13.3
小盘股	15.1	15.1	15.0

* 1992～1996。

图 6.4 不同类别基金的年收益*

然而，这 9 组基金风险的差异是很显著的。用标准差（见第一章）来作为风险的近似，这 5 年收益的波动从最低的 9.8%（大盘价值型基金）到高达 18.7%（小盘成长型基金），几乎相差两倍。有趣的是，尽管三组小盘股基金的收益几乎相同。但风险差异却很大（价值型是 11.6%，增长型是 18.7%）。图 6.5 具体描述了这些风险上的巨大差异。

在收益类似的情况下，由于风险的差异较大，则风险调整后的收益——每单位风险获得的收益——也会有很大差异，用夏普比来表示就是，每个百分点的波动率所获得的超额收益（相对无风险利率）。图 6.6 表示，风险调整后的收益有很大差异，从大盘价值型基金的 1.23 到中小成长型基金 0.67～0.69，几乎是成倍的差异。

用风险对收益进行调整对投资者来说相当重要。举一个例子，假设市场波动率是 10%，市场年收益率是 14%，扣除无风险利率的 4%。风险调整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	标准差（%）		
	价值型	混合型	成长型
大盘股	9.8	9.9	12.0
中盘股	9.9	11.3	15.8
小盘股	11.6	13.9	18.7

* 1992～1996。

图 6.5　不同类别基金的风险*

	风险调整后的收益**		
	价值型	混合型	成长型
大盘股	1.23	1.09	0.80
中盘股	1.20	0.98	0.67
小盘股	1.15	0.93	0.69

* 1992～1996，** 夏普比

图 6.6　不同类别基金的风险—收益比率*

后的收益将会是 1。如果两家共同基金收益率都是 14%，基金 A 波动高于市场(11%)，基金 B 波动低于市场(9%)。那么基金 A 的风险调整后的收益为 0.9，而基金 B 是 1.11。如果基金 B 的投资者想承担和基金 A 一样的风险，理论上他们可以借入 20%进行投资，获得 20%的杠杆，这样风险会提高到 11%，但是收益就会上升到 16.8%，比最初的 14%上升 20%，这多出的 2.8%的超额收益不需要承担比基金 A 更大的风险。如果精明投资者的目标是获得一定风险水平下的最高收益，基金 A 显然不是最好的投资方案。

我知道这有点复杂，但可以使概念变得很清晰。假设两只基金的波动都是 10%，风险收益比率为 1.2 的基金其收益是 16%，而风险收益比率为 0.6 的基金其收益仅为 10%(假设无风险收益是 4%)。每年 6 个百分点的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

差异应该是无法忽略的。

因为九宫格中的平均收益在这个时期(1992～1996 年)很相近，风险调整后极大的收益差距反映了 9 个市场板块的风险差异。在投资风格分析出现之前，很难将风险调整收益的差别与特定的市场板块联系在一起，通常，把这个差异归因于基金经理能力的差异，而不是有的基金经理投资于小盘成长型股票，而有的投资于大盘价值型股票。投资风格分析使投资者可以更好地来评价基金经理的能力。九宫格方法，尽管不是完美的，但是目前最好的一种方法。

夏普比太尖锐了吗

尽管结合基金的风险来考察基金收益很重要，但夏普比是测度风险调整收益的一个有点生硬的工具。过去的收益并不能预测未来收益。尽管基金间的相对风险在一段时间内具有一致性，但是标准差只不过是易变风险一个很粗糙的替代变量，此外，公式中视风险和收益为同等重要也是武断的。投资过程的一个现实情况是："标准差相差一个百分点没有太大意义，但收益率相差一个百分点却是极其重要的。"很大的风险差异是重要的——如股票组合和债券组合的差异——但是在一个简单公式中给风险和收益同等权重却没有太多意义。因此，在最后的分析中，风险调整后的收益，正如美女一样，在每个人的眼中是不同的。

尽管有这些缺点，夏普比还是投资分析师测度风险调整收益的主要工具，它展示了基金业绩更完整的景象，而不仅仅是收益。这可帮助投资者更好地评价同一策略下不同基金之间的相对业绩。也许像所有的统计量一样，它尽管非常有用，但也有明显的局限。

股票型基金——风险、收益与成本

当我们用晨星分类方法来评价不同投资风格的股票型基金时会出现什么情况呢？现在我将利用 1992～1996 年基金的收益和标准差的数据来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回答这个问题。第一个例子是大盘混合型基金——投资于市场上具有价值型和成长型特征的大盘股。在晨星分析的 741 只基金中有 211 只基金属于该类别——是其他任何一组的 2 倍多，占有国内股票型基金市场大约 40%的资产(根据晨星公司 1996 年底的数据，占美国基金总资产 1.2 万亿中的4 500亿)，这给我们随后的分析提供了一个坚固的平台基础。

表 6.1 给出了大盘混合型基金的收益与风险。这些基金按总收益由高到低分为 4 个等级。对比这 4 个等级，尽管收益增加，但是风险基本没有变化，标准差在这 4 个组中几乎是常数。因此，风险调整收益与总收益同等幅度变动，从 0.74 上升到 1.37——最低与最高整整相差 63 个百分点，差异令人惊讶地达到 85%。这一结果对于大盘混合型基金(中间道路)具有普遍性。9 类中有 7 个类别的基金(除了小盘价值型和中盘增长型基金)都有稳定的不随收益率波动的风险。因此，总收益最高的基金也会获得最高的风险调整收益。

表 6.1　　大盘混合型基金(按收益率排序)

收益率组别	5 年期总收益(%)	5 年期风险(%)	风险调整后的比率(%)
第一组(最高)	15.9	10.1	1.37
第二组	14.1	9.8	1.22
第三组	12.6	9.7	1.04
第四组(最低)	10.2	10.0	0.74
平均	13.2	9.9	1.09

但是，如果风险不能解释收益率的差异，什么可以呢？基金经理的能力，或者运气，还是其他一些更具体的东西？其中一个重要的因素就是基金成本。在给定的基金中，成本具有强烈的趋势稳定在给定的水平上，并且也是影响基金收益的因素之一。

因此，我将这些基金按照成本分为 4 组，费率最低的基金是第一组，最高的在第四组。结果不出所料——无论是对于专门研究投资回报的学者还是对具有丰富经验的投资者来说，成本是重要因素。实际上，费率最低的这一组基金其净收益率最高，同时，它们的风险水平(波动性)几乎相同，因此，风险调整收益是最高的。将表 6.1 中的数据按照费率重新分组排列，结果如表 6.2 所示。

现在来看关键所在，当风险是稳定的时候，高收益直接与低成本相联



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系。在大盘混合型基金组，费率最低的基金其平均风险调整收益是 1.23，比费率最高的基金的 0.99 高 24%。成本显然是重要的因素。

表 6.2　　大盘混合型基金(按照成本排序)

按成本分组	5 年期总收益(%)	5 年期风险(%)	风险调整后的比率(%)
第一组(最高)	14.2	9.8	1.23
第二组	13.8	9.9	1.12
第三组	12.5	9.9	1.03
第四组(最低)	12.3	9.9	0.99
平均	13.2	9.9	1.09

还可以用其他方式考虑成本与收益之间的关系。如果用这 211 只大盘混合型基金的费率对其收益率进行统计回归，来考察它们之间的相互依赖程度，则回归斜率为－1.8，即费率每增加 1%，将会使基金持有者的净收益下降 1.8%。直觉也许是 1%的成本会使收益下降 1%，但事实并非如此，肯定有一些难以解释的因素在起作用。尽管具体的原因尚不清楚，但有一种解释值得重视：高成本的基金换手率一般较高，因此组合的交易成本极大。

给定表 6.2 的这些数据，我们可以将费率加到净收益率中来考察毛收益率有多大的相似性。再次，毫不意外地，尽管低成本的基金的收益率较高，但毛收益率在各组之间几乎相等(见表 6.3)。

表 6.3　　大盘混合型基金——净收益率与毛收益率

按成本分组	5 年期净收益率(%)	费率(%)	5 年期毛收益率(%)
第一组(最高)	14.2	0.5	14.7
第二组	13.8	0.9	14.7
第三组	12.5	1.1	13.6
第四组(最低)	12.3	1.7	14.0
平均	13.2	1.1	14.3

这个例子证实了我的结论：成本是决定基金相对收益的关键因素，这不仅在大盘混合型基金中成立，而且对于其他投资风格的基金也成立。所有基金的收益率和费率之间的回归系数为－1.3，低于大盘混合型基金的斜率，这意味着，成本每增加 1%，将会使收益率减少 1.3%，高成本基金经理的选股能力较差的原因仍不得而知。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下一个问题是：收益率与风险的这些关系在其他投资风格的基金中还成立吗？答案是肯定的。图 6.7 以各种投资风格的平均风险调整后收益率作为标准，给出了第一组基金（成本最低）和第四组基金（成本最高）之间的差距。例如，对于大盘混合型基金，低成本基金的风险调整后收益比均值高 14%，而高成本基金则比均值低 10%，两者之间竟然有 24%的差距。

	低成本基金			高成本基金		
	价值型	混合型	成长型	价值型	混合型	成长型
大盘股	+0.19	+0.14	+0.09	-0.34	-0.01	-0.13
中盘股	+0.35	+0.13	+0.13	-0.25	-0.27	-0.12
小盘股	+0.03	+0.04	+0.01	-0.07	+0.11	-0.04

* 使用了与晨星投资风格图相对应的收益和风险数据。

图 6.7 相对风险调整后的收益比率*

九宫格中每一方格的相对风险调整后的排序所表现出的一致性是非常具有说服力的。在每个方格中，低成本基金的收益都比均值要高，高成本基金的收益都要比均值低。唯一的例外是小盘混合型基金，其高成本组比均值高 0.11，低成本组比均值高 0.04（这是最小的一个组，只有 32 只基金，所以有可能在统计学意义上缺乏可靠性）。

这些图表蕴含的命题是：不论何种投资风格，投资者都应该拨开迷雾，选择低成本的基金而避免高成本的基金。共同基金的费率会在主要报纸的金融版面、金融杂志以及基金评价服务机构如晨星的出版物中定期公开，这些信息按规定也要在基金的招募说明书中予以披露。“只要用心寻找，就不难发现”。

我将在下面证明，在共同基金行业，基于其过去的业绩来预测非指数基金未来的相对收益（更别提绝对收益）是徒劳无益的。一般来说，相对于其他基金，这是一个零和博弈；相对于市场指数，这是一个负和博弈。投资于真实金融资产才是一个正和博弈，因为金融市场长期来看总会提供正的收益。遗憾的是我们只拥有过去的数据。

对于愿意研究数据的人来说，我们有成本方面的数据以供参考。而且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金未来的费率，不像基金未来的相对收益，具有高度可预测性。我们现在有把握说，成本是非常重要的。总体来看，它对股票型基金有影响，对债券型基金更有影响(下一章将会阐述)。对于货币市场型基金，成本几乎意味着一切。我们已研究过成本的作用有多大，在九宫格的投资风格分析中，它的确是引起收益差距的主要原因。

指数基金——风险、收益和成本

为什么不能根据成本来行事呢？现在市场上的低成本基金总是指数基金。因此，为什么不在九种投资风格中只买指数基金呢？这种说法并不似是而非，也不失一般性。

图 6.8 比较了每种风格的股票型基金和指数基金的收益和风险。三类大盘指数基金是现实中存在的(标准普尔/巴龙)，而中小市值的六类指数基金是根据公开的指数(弗兰克·罗素指数)虚构的(用收益率减去 0.3 个百分点的费率)。图 6.8 反映了每个类别中风险和收益的差距。

指数基金增加的收益	价值型	混合型	成长型
大盘股	+2.8	+1.9	+1.4
中盘股	+2.9	+1.5	-0.4
小盘股	+3.1	+0.6	-2.8

指数基金降低的风险	价值型	混合型	成长型
大盘股	-0.9	-1.3	-2.5
中盘股	-1.3	-2.0	-4.5
小盘股	-2.8	-3.2	-4.8

注：这些数据来自附录二中的数字。

图 6.8　指数基金与管理型基金：收益与风险(百分点)

总体来说，所有指数基金的平均收益是 15.1%，而所有股票型基金的平均收益是 13.7%，相差 1.4%。在九宫格中，有 6 个方格的消极管理的指数基金优于积极管理的股票型基金，而剩下的 3 个方格中，双方持平的有两个，只有一种情况下(小盘成长型的 60 只基金)股票型基金占优势。

但是，股票型基金的平均风险要高得多——这真是个非凡的发现。股票型基金的风险为 11.9%，而指数基金的风险只有 9.7%(中小盘成长型基金的风险尤其大)。所有 741 只股票型基金的平均风险要比指数基金的风险高 23%。

结果就是指数基金的风险调整的平均收益率为 1.23，而普通基金为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

0.99，平均溢价超过了24%。在所有方格中，溢价的稳定性都十分惊人（如图6.9所示）。低成本指数基金在相对风险调整收益的排序中具有如此大的优势，这足以粉碎最乐观的股票型基金经理的（或者，积极的投资经理最悲观的）期望。

	价值型	混合型	成长型
大盘股	+0.31	+0.22	+0.18
中盘股	+0.35	+0.29	+0.16
小盘股	+0.46	+0.19	-0.06

图6.9　指数基金相对股票型基金风险调整后的排序

但是这里有一个例外。我认为小盘成长型类别可以作一个例外，在这特定的5年中，60只小盘成长型基金的积极管理能克服成本上的劣势而获得优于指数的收益，然而，相对小的样本数量，或者是特定的时期，导致了数据上的异象。

总体上，如此大的差距及其一致性足以毁掉高成本积极管理型基金存在的意义。实际上，连我也不敢相信这些数字，但毫无疑问，它们是正确的。

以下用例子来说明，大盘价值型的数字是0.31，反映出大盘价值型指数基金为1.54和大盘价值型股票基金为1.23。为了防止大家忽视这一差距，让我们思考一下差距31个百分点的含义。首先，假设指数基金A和管理型基金B的标准差相同并且都为10%；其次，假设无风险利率是4%。结果是：风险调整收益为15.4%（风险调整比率为1.54）的指数基金A，总收益为每年19.4%；风险调整收益为12.3%（风险调整比率为1.23）的管理型基金B，总收益是每年16.3%。二者每年收益率的差距为3.1%，如此大的差距主要是由于指数基金较低的费率和组合交易成本，而且它还具有很大的税收优势。

指数基金只适用于大盘价值型股票的论断是深入人心的，图6.9揭穿了其虚伪性，有了这些数据，这个观点就不再听起来是真实的了。在根据市值来划分的三大类基金中，每一类的指数基金在风险收益率方面都有持久的优势。事实上，随着市值规模的不断降低，这种优势将不断上升（即便



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是以微小的幅度)。在假设各类基金风险不变的情景下,指数基金的超额收益是递增的:大盘基金是 3.6%,中小盘基金分别是 4.2%和 4.4%,表 6.4 给出了其计算过程。

表 6.4　　风险相等的指数基金的收益率

	年化收益率*(%)	标准差(%)	风险调整后收益(%)
大盘			
管理型基金	12.9	10.5	1
指数基金**	16.5	10.5	1.2
指数基金的优势	+3.6	0	0.2
中盘			
管理型基金	13.8	12.3	0.9
指数基金**	18	12.3	1.2
指数基金的优势	+4.2	0	0.3
小盘			
管理型基金	15.1	14.7	0.9
指数基金**	19.5	14.7	1.1
指数基金的优势	+4.4	0	+0.2

* 从 1991 年 12 月 31 日到 1996 年 12 月 31 日。

** 指数基金的收益率根据相等的指数风险和基金风险进行调整。在调整前,大、中、小盘指数基金对应的收益分别为:15%、15.2%和 15.3%;对应的风险分别为:9%、9.7%和 11.1%。

如此明显的差距会使一些不太关心共同基金数据的人士大吃一惊。某种程度上来讲,只要我们这 5 年期限被认为是合理的,晨星分类排序体系将会是自 1975 年标准普尔指数基金建立以来,对指数化的福音的最大宣传和推动。

上帝、帕斯卡和战争游戏

彼得·伯恩斯坦在他的非凡著作《与天为敌》(*Against the Gods*)中讲述了一个故事:概率论之父布莱斯·帕斯卡(Blaise Pascal),把对上帝存在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性的质疑演变为概率游戏："掷硬币，你赌哪边，正面(有上帝)还是反面(没有上帝)？"

考虑输了的一方，如果你赌上帝存在，你将过着圣人的生活，放弃一些享乐的诱惑，这就是你所失去的东西。如果你赌上帝不存在，而且你错了，你屈服于所有的诱惑，那么你罪恶的生活将会使你永远堕入地狱。结果要重于概率。

伯恩斯坦继续说，回到股票市场，如果你相信市场有效(你是对的)，最好的策略就是购买指数基金。如果你相信市场有效(但是你错了)，你只获得市场收益，有一些积极管理型基金比你收益高。但如果你赌市场无效，而且你错了，最后的结果将会很惨。你赌市场无效的风险将会比市场有效的风险要大得多。

这就是共同基金业中投资风格分析的最终结论。不论你追求何种投资风格，都应该注重低成本基金而回避高成本基金。为获得最好的打赌结果，在你希望的投资风格中，都应该考虑指数化。指数基金的另一大优点是绝对忠诚于自己的投资风格。尽管不能保证小盘成长型基金的经理一定只选择小盘成长型股票，但是小盘成长型指数基金将一定会选择小盘成长型股票。如果不是特别强调某种投资风格，一种更简单的方法就是将你的股票组合与标准普尔 500 指数挂钩，还有一种更保守和稳妥的策略就是与整个股票市场挂钩。

如果投资共同基金，由于其成本高，肯定是一种输家的(相对的)游戏(尽管在长期从绝对收益来看是赢家游戏)。这难道不有点像另一个游戏——类似全球军备竞赛吗？我用 1983 年的电影《战争游戏》(*War Games*)作类比，来说明这个问题。

假设我们在北美防空联合司令部(NORAD)的战争研究室，将军们正在努力阻止一个侵入美国安全体系的年轻黑客所引发的全球核战。这个孩子说，他可以解决他自己造成的问题。因为没有任何别的办法，将军们同意他来试一下，他用井字游戏来编写美国防空体系的程序。

经过大量的计算，电脑意识到任何一方都不会获胜——也不会爆发核战——屏幕变成白屏，行动终止，和平降临。这时电脑屏幕上出现了这些话："一场奇怪的游戏，唯一获胜的方法就是不采取任何行动。来盘棋怎么样？"

这完全适合共同基金经理，他们凭自己的天赋、训练和能力——并且完全可以控制计算机——彼此之间相互竞争，挑选最好的股票，淘汰最差



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。他们都想赢得这场游戏，在业绩方面战胜对方，吸引大量的资金来管理。而就在此时，根本不采取任何行动的共同基金——指数基金，可能正在为投资者赚取更多的资本。因此，我们不禁要问：投资管理的游戏，不也像全球军备游戏或者井字游戏一样，成为输家游戏吗？本章这些引人注目的证据都表明，答案是："没错。"

受时间影响

所有的投资者或多或少都知道任何基金收益的分析都受时间的影响，因为市场和基金收益总会随时间改变而改变，数据的提取和选择时期的能力对于结论有重要的影响。但是本章的分析已经尽量做到客观公正，我之所以谨慎地选择 1992～1996 年这 5 年，而不是结束于 1997 或 1998 年的 5 年期，是因为在早期，标准普尔 500 指数的收益大大低于共同基金的平均收益，本章的目标就是尽可能最小化过去产生的大盘股偏差。

至于时间跨度的选择，选择 5 年是因为太短的时间(如 3 年)不能满足要求，而时间段过长(如 10 年)，将会使研究样本下降一半，从而使得结果不可靠。我承认，在一个走强的股票市场上，这 5 年的数据即使包含 2 年熊市、3 年牛市，也不能完全代表市场的长期走势，但是，在所有备选的 3 个时期中(3 年、5 年和 10 年)，这 5 年里标准普尔 500 股票指数的平均收益不仅是最低的，而且相对于管理型股票基金的平均收益也是最低的。下表比较了 3 个不同时间段的相对收益，本章的投资风格分析应当在其他时期以及各种市场条件下得到检验。

表 6.5　标准普尔 500 指数与股票型基金的平均收益*

时　期	标准普尔 500 收益(%)	股票型基金平均收益(%)	指数相对收益(%)
3 年	19.7	15.4	128
5 年	15.2	13.7	111
10 年	15.3	13.3	115

* 时期结束于 1996 年 12 月 31 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章　债券投资

——逐渐消亡



债券型共同基金可以扮演重要的角色。它使投资者在数以百计的债券中，获得分散化投资所带来的超凡价值，达到在不减少收益的情况下降低风险的目的。债券型基金由专业人士管理，主要投资高品质投资级的债券组合，许多债券型基金提供特定范围的期限结构，从短期(1～3 年)到长期(10～20 年)不等，使得投资者在期望收益和风险容忍度之间得以平衡。通过小额购买和变现，债券型基金为投资者提供了相当大的灵活性。有些债券型基金以适当的成本来提供这种服务，但大多数基金有一定的成本。结果使得债券型基金这个共同基金业中曾盛极一时的重要组成部分逐渐失去了对投资者的吸引力。

债券型基金帝国的兴衰是共同基金发展史上一段最神秘的篇章。它提醒我们，即使现在看来很有效的共同基金分散化投资和专业化管理的原则，在冲销了过度的成本负担后，仍可能无法向投资者提供可接受的回报。它也勾画出了许多固定收益基金经理过度自信和自不量力的形象。

令人惊讶的是，在 1993 年，债券型基金是共同基金市场中规模最大的组成部分，其资产总值达到7 600亿美元，而股票型基金总值为7 490亿美元，货币市场基金总值是5 653亿美元。实际上债券型基金早在 7 年前，即 1986 年便达到顶峰。当时其资产总值达到2 600亿美元，比股票型基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 600亿美元的资产多了近60%。

自1986年以来，股票市场承接着1982年后强劲的牛市而上涨。在兴旺的股票市场中，基金投资者获得了历史性的高收益(年收益率17.7%)。表现良好的债券市场同样也给债券型基金投资者带来了可观的收益(8.6%)，但与股票型基金的回报率相比还是很苍白无力，没有吸引力。到1998年，债券型基金资产总额为1万亿美元，不到股票型基金总额2.4万亿美元的60%。

但是，股票市场和债券市场的相对表现只是造成曾经一度辉煌的债券基金业衰落的两大原因之一。另一个因素是：债券型基金向投资者提供的回报，低于债券市场所获得的回报。

图7.1A显示了高速发展的股票型投资基金和发展缓慢的债券型基金的资产总额。图7.1B则显示了债券型基金对股票型基金相对重要性的戏剧性变化情况。一旦股票市场环境趋于谨慎，债券型基金比股票型基金更具有竞争性。但是，除非债券型基金改变其方式，并给予投资者公平的待遇，否则债券型基金将可能逐渐被人们所遗忘。

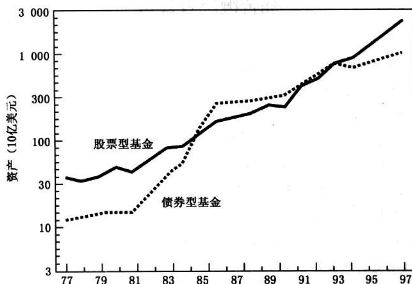


图7.1A 债券型基金与股票型基金的资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

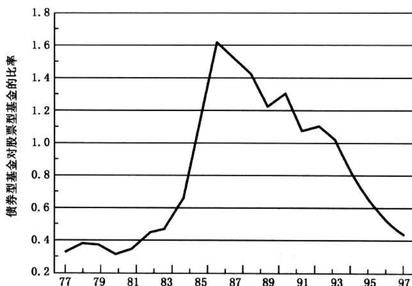


图 7.1B 债券型基金的资产/股票型基金的资产



痛苦缠绕着公司

许多人都对现在的债券型基金表示担忧，所以我并不孤独。不止一位投资专家与我有相同的看法和见解，股票投资大师彼得·林奇就是其中之一，在 20 世纪 70 年代和 80 年代，他是麦哲伦基金的投资组合经理。在 1993 年接受《巴伦周刊》(*Barron's*)杂志的采访时，我和林奇都对股票指数基金的优势有很大的信心，我对债券型基金的担忧，也得到了他的响应，"它们的存在目标使我感到困惑"，并补充道：

"债券型基金一直以来都要比单只债券表现差。有时每年要差 2%……并且持有时间越长，情况就越糟糕。债券型基金付给专家的管理费超过了专家管理带来的好处。"[1]

他认为："因为每一期的美国国债或吉利美[2]债券与下一期的都一样，所以债券型基金的经理就很难表现出有什么与众不同。"

[1] Peter Lynch with John Rothchild, *Beating the Street* (New York: Simon & Schuster, 1993), p. 57.
[2] 即美国政府国民抵押协会。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么是"类商品"

我使用术语"类商品"来定义那些在众多的投资品种中，收益率走势非常类似的单个证券。最经典的例子莫过于美国政府长期国债了。每次发行都由美国政府用其信誉全额担保；每期国债都有较长的期限和类似的久期（duration）；利率水平的变化对每笔国债的影响非常相似。此外，具有投资级别的短期公司债券之间也具有相同的特征和收益模式。充分分散化投资的美国政府国民抵押协会证券（GNMA，由政府国民抵押协会发行，以贷款、按揭和美国政府作为担保）同样具有一些相同的特征。以上的例子作为各种类别债券的典型，都符合"类商品"的定义。

但是，我认为这个麦哲伦基金的经理有些夸大其词。债券型基金还是有些作用的，与债券本身不同，债券型基金通常保持相当固定的到期日，使投资者可以选择合适的期限（长期、中期或短期）。也有一些能力出众的基金经理，可惜就是少了点，能够获得与成本相匹配的收益来证明他们管理投资组合的能力。

但是，彼得·林奇揭示了一个简单的投资事实，在由"类商品"的证券组成的高度有效的市场中，即使在扣除成本前，最出色的基金经理要想获得高额的利润是非常困难的。而事实上，在扣除基金管理成本之后，要向债券型基金持有者提供与市场回报相匹配的收益率是不可能的。并且当成本很高时，还会远远低于债券的市场收益率。

基金费用会对债券型基金的收益产生重要的影响。过去的 5 年中，公司债券基金的收益率一般要比公司债券市场的收益率低 1.5%。令人惊讶的是，与市场收益的差距本身又包含了另一个重要的差距。在 1.5%的差距中，免佣债券基金与市场相差 1.3%，为数众多的收取认购费的附佣基金（前期费用或隐含的 12b—1 费）与市场相差 1.8%。类似的情况在政府债券和市政债券中同样存在（见表 7.1）。

面对这些不同的成本结构，彼得·林奇的看法是："有关债券型基金的投资狂热（当他在 1993 年撰写《战胜华尔街》这本书时，我也同意那时投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7.1　　债券型基金的收益与债券指数的对比，1992～1997 年

	指数（%）	管理型基金的平均收益（%）		相对指数的缺口（%）	
		免佣	附佣	免佣	附佣
公司	8.2	6.9	6.4	−1.3	−1.8
政府	7.9	7.2	5.4	−0.7	−2.5
市政	6.4	6	5.3	−0.4	−1.1

注：对于每个市场指数类别——公司、政府、市政，收益是对雷曼兄弟公司短期、中期和长期指数进行适当的平均。公司债、政府债、市政债基金的收益与此类似，也是短期、中期和长期基金收益的加权平均。

债券型基金确实很疯狂）的另一个难解之谜是，为什么人们愿意为进入债券型基金市场而支付认购费。"但是他并非真的困惑，正是这个问题，才引出了"彼得第 5 原则：没必要为马友友在收音机中的演奏而支付报酬"。[1]我们也同意这个观点。然而，因为没有来自基金董事会、投资经理甚至基金投资者的质疑，有 3/5 的债券型基金公司还是收取了认购费。事实上，债券型基金总资产的 3/4 都需要投资者支付认购费来作为委托管理的代价，但通常这是不值得的。

一个不能容忍的例子



现在用一个最有效的债券市场——短期政府债券的例子来说明成本对收益的影响。投资这类债券的基金，年费率是 1.03%。债券型基金每年的平均费率从免佣基金的 0.69%，到附佣基金的 1.49%（这些费率甚至都不包括认购费）不等。说得更明白一点，对于期限为 2 年半、年收益是 5.0%的美国中期国债来说，平均免佣债券基金的成本将抵消掉收益的 13%。而附佣基金将抵消掉 29%，这部分费用就好像是被当作罚金没收了一样。

假设中期国债的收益率为 5.0%，基金的成本是 1.5%，则其净收益率是 3.5%。如果要把净收益提高到 5.0%，则要求基金经理获得额外 1.5%

〔1〕 Peter Lynch with John Rothchild, *Beating the Street* (New York: Simon & Schuster, 1993), p. 58.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的收益，也就是说，要比原来提高40%多！一个共同基金经理能够将短期国债组合的收益率提高40%来抵消基金成本，实现市场回报率的可能性有多大呢？如果你认为有万分之一的概率（我认为没有这么好），那么下一个问题就是：预先能够发现这样的基金经理的机会有多大？看起来打这个赌并不值得。但是高成本的短期政府债券基金却非常盛行，有一些还需支付认购费。

更糟糕的情形是，不顾一切地为了提供市场收益而溢价购买政府债券，然后公布收益，实际上支付的分红却不能摊销所付出的溢价（为保证公平，基金也要公布“SEC收益”，即剔除溢价后的净收益）。如果以溢价购买债券，到期按平价赎回，则现在虽然获得了高收益，但未来一定会遭受资本损失。曾经有过一起很可怕的事例，一只基金有资产10亿美元，资产净值从1991年的每股10.19美元下降到1998年初的8.62美元——一笔“安全”的投资在美国政府担保的短期票据上竟然损失了15%。

这些发生在债券型基金业中的负面例子，使得我们有必要深入地思考成本——费率和认购费——对收益的影响。所有债券型基金并不是没有差别的，债券指数基金不同于积极管理的基金；低成本基金不同于高成本基金；不同的基金经理有不同的管理水平。总之，一些债券型基金让投资者损失很多，其他的基金（很少一部分）则对投资者相对公平。主要的结论是显然的：成本很重要。

成本有多重要呢

为了理解成本的重要性，现在来考察在4组大的分散化债券型基金中，其成本是如何侵蚀收益的。每一组基金都有明确的到期期限且投资于高品质的债券。这四组债券型基金是：(1)长期市政债券；(2)短期美国政府债券；(3)中期美国政府债券（包括GNMA）；(4)中期普通债券（多为投资级公司债券）。我们研究了总共448只基金，占晨星公布的所有债券型基金资产的60%，显然这是很有代表性的。

结果是一致而可靠的。有3个基金组别中，低成本基金超过高成本基金的差距与两者间的费率差异相近，也就是说，每一组的总收益都差不多，只是成本的差异导致了净收益的差异。在第四组基金中，低成本组的收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只比高成本组的收益略高，但是后者持有的投资组合在各方面的风险都明显要大。每一种情形下，风险的测度都基于三个因素：

1. 久期[1]，在衡量基金对于利率风险的敏感性方面，比平均到期期限更好。

2. 波动率，衡量债券型基金月收益相对于平均水平的波动程度。

3. 组合质量，使用标准普尔公司的评级[投资级债券是从 AAA(最高)到 BBB(最低)]。

一般来说，成本最低的基金久期最短、波动率最小、品质最高。最低成本组的基金不仅收益最高，而且风险最低。债券型基金的投资者不能忽略这些信息。

长期市政债券

首先考虑高品质的长期市政债券，先考察一下该类债券的所有基金，使用《晨星共同基金》报告的 5 年期收益。这种基金一共有 92 只，如散点图 7.2 所示，纵轴表示每只基金的年收益率，横轴表示其年费率。为便于阐述，假设有一只市政债券指数基金，尽管有些难度，但仍将其收益与费率标于图上，其中年成本将使收益减少 0.2 个百分点。

结论很明显：收益随成本的增加而下降，就这么简单。就像图 7.2 的趋势线所示，成本每减少 1%将会使收益增加 1.04%。也许是因为高成本债券型基金的经理没有低成本的聪明。但可以确定，成本是决定长期市政债券相对收益的首要因素。

将这些基金按成本从高到低分成 4 组，我们可以看出低成本和高收益直接联系在一起(见表 7.2)。低成本基金的费用比高成本基金的费用低 0.9%，其收益也高 0.9%。同样明显的是，低成本和高成本基金的总收益是一样的(7.7%)。低成本债券型基金经理的优势在于其成本对长期免税债券市场收益的消耗最低，只有 6%，而高成本债券型基金却消耗了 18%。而假设的低成本债券指数基金的成本只消耗收益的 3%，其效益显而易见。

[1] 久期尽管是一个很复杂的数学概念，但是它测度了一个重要的因素：债券价格对于利率水平变动的敏感性。比如短期债券的久期是 2，意味着利率每变动 1%，则债券价格会变动 2%；长期债券的久期是 12，意味着利率每变动 1%，则债券价格会变动 12%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

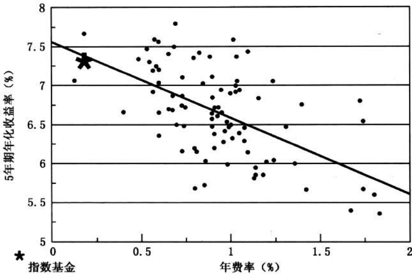


图 7.2 长期市政债券基金(截至 1997 年 12 月 31 日的 5 年期)

表 7.2 高品质长期市政债券基金：收益和成本

成本分组	5 年期净收益(%)	费率(%)	5 年期总收益(%)	成本侵蚀的收益(%)
第一组(成本最高)	6.3	1.4	7.7	18
第二组	6.7	1.0	7.7	13
第三组	6.9	0.8	7.7	10
第四组(成本最低)	7.2	0.5	7.7	6
指数基金*	7.4	0.2	7.6	3

* 雷曼 10 年期市政债券指数减去假设的 0.2%的费率。

这些基金在波动率、品质和久期方面的差异有什么不同的作用呢？在常规的长期市政债券基金中，久期和波动率的差异有利于低成本组基金，但是差距很小。如表 7.3 所示，低品质的债券比例也是最小的。结论很明显：在风险几乎不变的情况下，成本最低的长期市政债券基金的收益最高。

指数基金不仅比任何分组基金的净收益率要高，而且风险也是最低的。我们很难获得其波动率的数据，但是其久期是最短的，并且投资组合的质量是最高的，只有 4%是由 A 等级以下的债券构成，其收益如图 7.2 所示，十分出色。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7.3　　高品质长期市政债券基金:风险特征

成本分组	久 期(年)	波动性*	债券质量			
			AAA	AA	A	<A
第一组(最高成本)	8.5	1.2	66%	15%	7%	12%
第二组	8.0	1.10	58%	16%	12%	14%
第三组	8.1	1.13	56%	20%	9%	15%
第四组(最低成本)	8.0	1.11	60%	20%	10%	10%
指数基金	6.9	NA	54%	27%	15%	4%

* 相对于所有期限的市政债券基金。

短期美国政府债券基金

接下来考察短期债券基金,以美国政府债券基金为例,这类基金(100只)的收益和成本如图 7.3 所示。

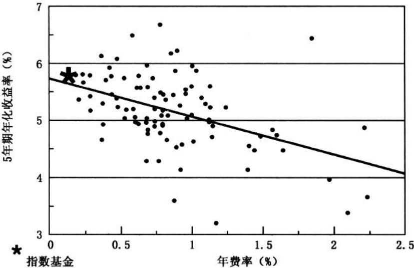


图 7.3　短期政府债券基金(截至 1997 年 12 月 31 日的 5 年期)


世界资本经典译丛
The World Classics of Investment

结论仍然一样:收益随成本的下降而上升。趋势线表明,成本每下降 1%则收益增加 0.9%。有一些原因可以解释为什么收益率的提高是低于 1 个百分点的,我们先将基金按照成本分为四类(见表 7.4),然后来解释上述问题。注意,在这个市场上的指数基金很容易创造出来,而且将再次成为一个强有力的竞争者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7.4　　短期美国政府债券基金:收益与成本

成本分组	5 年期净收益(%)	费率(%)	5 年期毛收益(%)	成本侵蚀的收益(%)
第一组(成本最高)	4.5	1.6	6.1	26
第二组	5.1	0.9	6.0	15
第三组	5.2	0.7	5.9	12
第四组(成本最低)	5.5	0.4	5.9	7
指数基金*	5.8	0.2	6.0	3

* 雷曼短期(1～5 年)政府债券指数减去假设的 0.2%的费率。

成本最低的基金总收益是 5.9%,扣除 0.4%的费率后,净收益为 5.5%。高成本基金的总收益稍微高一点(6.1%),但是扣除 1.6%的高成本后,只给投资者带来了 4.5%的净收益,整整少了 1%。

这里,我们再次看到了低成本和高收益之间的直接联系。问题是:你到底喜欢哪一种,当你选择同样的短期政府债券,一种拿走收益的 26%,另一种只拿走 7%? 简而言之,就是你是喜欢 93%的市场收益呢还是 74%的市场收益?

结论是,收益不是唯一要考虑的问题。我们可以假设这些短期政府债券中的其他因素相同,但仍需要考察风险特征方面的不同——久期、波动率和品质,如表 7.5 所示。

表 7.5　　短期美国政府债券基金:风险特性

成本分组	风险特性		债券质量	
	久期(年)	波动性*	政府债券(%)	公司债券(%)
第一组(成本最高)	2.3	0.69	92	8
第二组	2.4	0.70	95	5
第三组	2.4	0.58	99	1
第四组(成本最低)	1.9	0.53	97	3
指数基金	2.3	NA	100	0

* 对应于各种期限的应税债券型基金。

同样有很多有价值的发现:低成本的基金,不仅收益最高,而且用久期和价格波动率衡量的风险也是最低的(指数基金的久期是所有基金作为一组时的久期)。因为我们考察的是短期美国政府债券基金,尽管只有指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金是 100%持有政府债券，但其他政府债券基金也几乎都持有美国政府债券，所以其品质是非常高的。成本下降带来风险稍稍下降的事实，有助于解释成本下降 1%，，而收益上升低于 1%的原因。这也表明，高成本的基金经理想要通过承担更高的风险来提高收益是徒劳的。

低成本的短期政府债券基金和同样低成本的指数基金，使你能够分享足够多的收益。它们提供的收益最高，风险最低，真是一个完美的组合。

中期美国政府债券和 GNMA 基金

在讲完了长期和短期债券后，现在来讨论中期债券。也许对我们理论的最好检验就是研究中期美国政府债券基金和 GNMA 基金的成本和收益之间的关系（这两种基金的收益非常接近，而且《晨星》也将它们归为一类，共 169 只基金）。迄今为止，我们对成本和收益之间的关系已经很熟悉了，但还是再考察一下图 7.4。

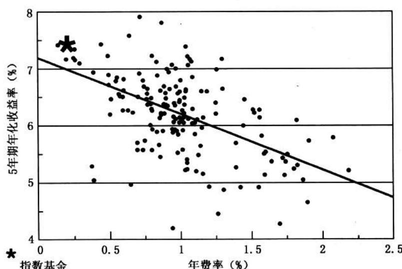


图 7.4 中期政府债券基金（截至 1997 年 12 月 31 日的 5 年期）



这时，成本每减少 1%，收益将会增加 1.10%，与长期和短期债券基金的情况类似，再次有力地证明了我们的中心论题：在各类期限的债券型基金中，成本与收益之间存在密不可分的联系。表 7.6 再次反映了这种关系，低成本的基金和其他三组的总收益都是 7.2%，但是其净收益为 6.6%，比其他组别高出 10%。指数基金在所有基金中以其最高的收益再次引人注目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从不同的分组来看，总收益是差不多的，但净收益的差距很大，这主要是由成本所造成的。如果说风险有什么差异的话，低成本基金的风险无疑是最小的(见表 7.7)。

表 7.6　　中期美国政府债券基金和 GNMA 基金：收益与成本

成本分组	5 年期净收益(%)	费率(%)	5 年期总收益(%)	成本侵蚀的收益(%)
第一组(成本最高)	5.4	1.6	7.0	23
第二组	6.2	1.1	7.3	15
第三组	6.3	0.9	7.2	13
第四组(成本最低)	6.6	0.6	7.2	8
指数基金*	7.2	0.2	7.4	3

* 雷曼 GNMA 美国国债指数的加权平均值减去假设的 0.20%的费率。

表 7.7　　中期美国政府债券基金和 GNMA 基金：风险特性

成本分组	风险特性		债券质量	
	久期(年)	波动性*	政府债券(%)	公司债券(%)
第一组(成本最高)	4.5	1.18	95	5
第二组	4.7	1.06	90	10
第三组	4.2	1.04	97	3
第四组(成本最低)	4.5	0.98	90**	10
指数基金	3.4	NA	100	0

* 对应于各种期限的应税债券基金。

* * 这一组的 42 只基金中，有 25 只 100%地投资于政府债券，其余的 17 只基金使得平均水平降到 90%。

中期政府债券的高成本基金的平均久期与低成本基金的平均久期类似。但是低成本基金的波动率要比高成本组低 20%。债券指数基金的久期比一般债券基金要低 20%，而且各组基金的构成也几乎相同。因此，通过考察久期、波动率和组合品质后，我们知道还是成本起了最终的决定作用。指数基金再次以其相对的高收益和低风险表现得非常优异。

中期公司债券基金

另一个例子以不同的方式表达了同样的含义。在中期公司债券基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，尽管低成本债券型基金给投资者带来的收益稍高一点，但是总体来看，净收益和成本关系不大。而指数基金再次证明了自己特别优秀的业绩，净收益是最高的，其超低的成本使之获得了更高的收益，而且其投资组合都是 BBB 级以上的投资级债券。

正如你在图 7.5 中所看的一样，收益—成本线向右下方倾斜，但不如先前那样陡峭，成本每降低 1%，收益大约会提高 0.3%。

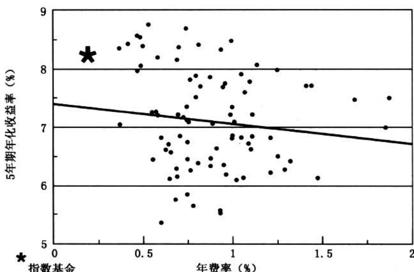


图 7.5 中期公司债券基金(截至 1997 年 12 月 31 日的 5 年期)



表 7.8 考察了 4 组不同成本的基金的情况，结论同样成立。低成本基金对高成本基金在净收益上的优势是 0.2%(7.3%对 7.1%)，但在成本上却有 0.7%的优势(0.6%对 1.3%)。

表 7.8　　　　中期公司债券基金:收益与成本

成本分组	5 年期净收益(%)	费率(%)	5 年期毛收益(%)	成本侵蚀的收益(%)
第一组(成本最高)	7.1	1.3	8.4	15
第二组	7.2	1.0	8.2	12
第三组	7.3	0.8	8.1	10
第四组(成本最低)	7.3	0.6	7.9	8
指数基金*	8.2	0.2	8.4	2

* 雷曼(5～10)投资级指数，减去假设的 0.20%的费率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些高成本基金的经理是如何填补它们高成本的缺口呢？难道这些高费用会使得基金经理的管理水平更高吗？或者通过承担高风险就能获得高收益吗？表 7.9 给出了明确答案：它们承担了更高的风险。

表 7.9　　中期公司债券基金：风险特征

成本分组	风险特性		债券质量			
	久期（年）	波动性*	政府债券（%）	AAA～A（%）	BBB（%）	<BBB（%）
第一组（成本最高）	5.2	1.14	21	36	24	19
第二组	5.1	1.08	34	36	18	12
第三组	4.8	1.04	42	33	15	10
第四组（成本最低）	4.6	0.99	49	34	8	9
指数基金	5.4	NA	0	70	30	0

* 对应于各种期限的应税债券。

在表 7.9 中，无一例外，高成本的基金经理都承担更高的风险。它们的收益差不多，但是为了弥补更高的成本，只有承担更高的风险。就我所知，这么明显的关系到现在还没有被揭示出来，但的确存在，表现为较长的持有期、高的波动率和低品质的证券组合。这正是低成本基金（83%的政府债券和 A 级以上的债券，只有 9%是在 BBB 级以下）和高成本基金（只有 57%的政府债券和投资级的债券，有 19%是在 BBB 级以下）之间的一个显著的差别。因此，以前收益和成本之间的抵消关系，被现在风险和成本之间的关系部分地取代了。在公司债券基金中，这种关系变得尤为明显。但是，低成本的基金尽管承担了很低的风险，却还获得了较高的收益。

表中的数据显示公司债券指数基金是相当令人瞩目的。就像你期望的一样，一部分是因为它的低成本，但它也从相对较长的久期中获益（相对于管理型基金的 4.9 年，指数基金的久期为 5.4 年），而且其信用风险可能相对较高（没有政府债券，但也没有 BBB 级以下的债券）。实际上，公司债券基金——包括公司债券和政府债券混合的基金——与指数基金最终胜出，不仅由于其成本低，而且也因为其能真正做到坚持投资于公司债券。

管理者的能力起什么作用

我们对于债券型基金成本和收益的分析很有成效：成本是有重要影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。但是成本并不是决定收益的唯一因素，否则，本章前三个散点图就不会如此不同了。实际上，与趋势线的离散程度可以用平均的 R^2〔1〕来测度，该值低于 0.36（1.00 代表每只基金都恰好在趋势线上，这意味着成本解释 100%的收益变动，而不是 36%的变动）。债券指数基金相对债券指数的收益完全可以由其成本和基金经理抓住市场的能力这两个因素来解释，指数基金的低成本（假设是 0.2%）基本可以解释其相对于管理型基金的高收益。

尽管久期风险和波动率风险会引起收益的不同，但是管理能力也是影响收益的一个重要因素。而且债券型基金业中也确实有一些出色的职业经理人，他们精明、富有经验、深谙固定收益市场的运行规律。他们管理的基金可能并不会受到组合品质和到期期限的条框束缚，只有投资者可以决定自己偏好哪些策略类型。但是每只基金都应该清楚地表明自己的投资策略。除了这些投资策略之外，投资技巧和运气也会影响到最终的收益。这两个因素很难分开，而且很难事先预知持久的投资技巧。管理者过去的业绩对于预测未来收益没多大帮助。

那么投资者应该如何决定呢？常识告诉我们应该去选择低成本的债券型基金，只有这样我们才有可能实现更大的收益，至少可以避免高成本带来的负担。债券指数基金是最好的选择，但是它非常少见（因为收益几乎全部属于投资者而不是基金经理，所以基金经理没有动力去设立这样的基金）。尽管如此，拥有一只管理高效和低成本的基金总是可能的，以这种方式扬长避短的投资者最终总是能获得好的回报。



销售费用增加了成本负担

在考察债券型基金持有人对收益与成本（一定意义上是风险）之关系的认知程度之前，我要声明的是，上述的对比并没有包含投资者购买或者赎回基金时所要缴纳的全部手续费（12b－1 费用已经包含在费率中）。因此，当我们要分析传统的前期收费及新的后续收费的问题时，就比较容易

〔1〕 R^2 用来衡量任何两个因素之间的相互关系。在本例中，债券型基金收益的 36%可以由投资费用的水平来解释。所有其他因素如风险、组合换手率、管理技巧与运气，加起来解释了剩余的 64%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在原来分析的基础上展开。

在我看来，具有讽刺意味的是，大多数高成本基金都要收取销售佣金，而低成本基金都是些免佣基金。例如，在高成本组的21只中期公司债券基金中，17只基金收取认购费，没有一只基金是免佣的。在低成本组的22只基金中，只有4只基金收取认购费，18只是免佣的。行业数据忽略了这些费用的影响，但是如果投资者忽略了这些影响将是很危险的。

但是他们确实忽略了。在行业两个主要的销售渠道中，免佣债券基金的资产为1 650亿美元，无法与高成本收费基金的4 820亿美元相提并论（其中有1 220亿美元的资产由经纪公司自己管理），后者由经纪公司来分销，并向投资者收取认购费。经纪公司管理债券型基金有两个特点：(1)他们收取很高的管理费；(2)尽管对客户来说这笔费用难以承受，但还是被基金公司想方设法收取了。从客户的观点来看，这真是代价非常昂贵的结合。

冷静地观察一下大型全国性经纪公司自相矛盾的表现就会感到奇怪。在他们办公楼的三楼（称之为机构交易层），债券交易员正在为一个"点数"讨价还价（在交易术语中，一个点数是1%的1/32，对于1 000美元债券来说，大概是31美分），如果为1/16，他们就要打架了，如果是1/8(4个点数)恐怕就要出人命了。但是在一楼（称之为零售层），账户经理似乎对32个点数（整整1%）也无动于衷，有时甚至向客户收取50个点数(1.6%)。他们就这样年复一年地向客户收费，对买方来说没有任何道理，但对卖方却有至关重要的意义。

费用也是"真金白银"

经纪公司管理的共同基金不是唯一收取高价的。虽然对收益有重大影响，但收费行为依旧在基金业中非常普遍而且漫无节制。甚至费用低于行业平均水平的大基金也要支付令人惊讶的高额咨询费，用现在时髦的话叫"真金白银"。例如，最大的GNMA基金之一（有80亿美元资产）在1997年付给基金经理4 400万美元的报酬，尽管该基金获得的收益还没有无管理的指数GNMA收益高（当然基金还要付900万美元的12b－1费和1 000万美元管理费）。基金经理将这4 400万中的多少用于管理呢？假定有两个投资组合经理，1～2个信用分析师（毕竟GNMA证券的信用是由政府担保的），一些债券交易员，当然还有一些财产和经常开支，也许总成本会有500万美元（然而更大的GNMA基金，收益更高，给投资顾问却只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

付 100 万美元)。那么,还有其他3 900万到哪里去了呢? 唯一可能的地方就是基金经理的腰包。为什么这些钱中没有一部分以低成本的形式流进债券型基金投资者的口袋呢? 这样至少可以让他们感受到基金管理中规模经济的好处啊!

有人可能会想有没有办法来阻止这样的过高收费:在高成本的债券型基金中,投资顾问消耗了 20%的收益,而持有人只获得余下的 80%,但他们却提供了 100%的资金。这些持有人在他们的投资上并没有获得相对公平的收益,更糟糕的是,持有人获得的比例逐年递减。债券市场上这个"类商品"的部分只能提供相对不高的收益,但那些买卖基金的投资者往往忽略高额成本的累积性的影响。目前债券平均收益是 6%,即使成本只有 1 个百分点,也要消耗 17%的收益。表 7.10 给出了10 000美元初始投资在不同时间的最终收益。1 个百分点的成本差使得 10 年后的终值相差 20%,40 年后相差 35%。忽略这些累积成本可能是心智上的超脱,但却是财富上的灾难。

表 7.10　　长期内成本对债券型基金收益的影响

年末	10 000 美元的初始投资			
	资本价值(美元)		资本损失	
	6%的收益	5%的收益*	金额(美元)	比例(%)*
1	10 600	10 500	100	17
10	17 900	16 300	1 600	20
20	32 100	26 500	5 600	25
30	57 400	43 200	14 200	30
40	102 900	70 400	32 500	35

* 资本损失占市场价的百分比。



如何避免过高的成本

在债券型基金领域,针对高成本的防卫措施尽管很少,但还是存在的,这就需要依赖收益—风险—成本三者之间的权衡。这种权衡关系在股票型基金中也是成立的,但是对以低收益为特征的债券型基金的影响更大。不幸的是,没有什么防卫措施看上去是有用的。监督经纪公司和基金分销

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商的自律性组织全国证券交易商协会(NASD)提出，经纪公司在为客户进行投资选择的时候必须要把握适当性原则。但是当债券型基金中存在低成本的选择时，一只消耗了市场收益20%甚至更多的基金能被认为是"适当"的吗？证券交易委员会(SEC)要求充分披露，然而，债券型基金招募说明书对高收益(或者低风险)与低成本相联系的基本事实只字未提，[1]更不用说信息的充分披露了。

如果没有实行更严格的披露机制让投资者做出更好的判断，如果基金管理层不把持有人的利益置于投资顾问之上，也不减少成本，那么基金持有人应该如何保护自己呢？答案是，基于常识。请仔细研读基金招募说明书，如果没有阐述清楚或随手可得，就要求得到答复。请仔细考虑由波动率、久期和投资组合品质定义的风险。重要的是要选择成本低廉且管理优良的基金。

如今，低成本债券型基金确实是存在的，但为数不多。在晨星公司的5年数据库中只有1/20的基金费率低于0.50%，我认为这是合理的成本上限。在表现最好的基金中总是按照收益来排名，为什么不是按照成本高低呢？什么时候投资者才会需求它，咨询师才会推荐它呢？为什么没有更多的债券指数基金？据我所知，债券指数基金目前只有20只——根据现有的资料，这的确让人吃惊。在一个成本对持有人收益有着至关重要的影响的"类商品"的市场上，指数基金可以在2%或者更低的费率下运营，债券指数基金的短缺的确已经达到不可思议的地步。为什么该行业不能解决这些奇怪的现象，清除由过度费用造成的纷乱呢？

债券型基金的投资者不应该再受到成本过高的伤害。随着时间的推移，绝大多数基金收取的几乎是掠夺性质的各种费用应该大幅降低。前面的表格刻画的成本对债券型基金收益的侵蚀，最终将使投资者的财富日趋消亡。如果持续无法提供足够的回报，接近1万亿美元资产的债券型基金帝国必将走向崩溃。通向消亡之路本身是一种诗意的审判，但是我更愿意见到通向消亡的是巨额的认购费和过高的管理费。如果真是这样的话，债券型基金的投资价值将会显现，作为共同基金业的组成部分，它将恢复其应有的市场地位。

我希望监管和自律机制终将发挥作用。否则，投资者就应当远离高成

[1] 这些问题在货币市场基金中更加严重，但是也被完全忽视了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本的债券型基金；选择那些管理好、成本低的债券型基金；或者投资于那些跟踪高品质债券市场指数的债券指数基金。最后，我想说的是，债券型基金的未来完全掌握在投资者自己手中。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章 全球投资

——钻石之邦

“钻石之邦”是鲁塞·康威尔(Russell Conwell)博士一次经典演讲的题目，他是天普大学(Temple University)的奠基人。远在大众传媒时代之前的19世纪70～80年代，他就开始向世界传播自己的思想，他的话激励了成千上万的人。康威尔博士讲述了古代一个名叫艾哈福德(Al Hafed)的波斯人的故事，他是一个富人，想变得更加富有。一天晚上，他梦见他找到了一片巨大钻石矿。不久之后，他就启程去寻找钻石了，这使他走遍了远古世界的每个角落。

这次寻找使得艾哈福德花光了所有的财富。绝望之极的他在海格利斯之柱附近投海自杀了，从浪花掀起的泡沫中沉入海底。后来在艾哈福德在波斯的房子里，“他的后人牵着骆驼到花园的小溪边，突然发现一道罕见的亮光，搬开一块黑糊糊的石头后，发现了发出七色光彩的钻石矿”。他在艾哈福德的花园里发现了戈尔康达(Golconda)大钻石矿，这个矿曾出过一些世界上最大的钻石，包括镶嵌在英国女王皇冠上的“光之山”(Kohinoor)钻石。

这个故事的寓意简单明了：呆在家里，挖自家的花园，不要去陌生的世界冒险挑战命运，你将会在立身之地找到“钻石之邦”。

我对美国以外的投资了解得越多，我就越会想起这个故事。我不是说美国经济是一个新的戈尔康达大钻石矿，也不是说投资于海外的风险资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将死于海外。但就是我们的立身之地美国，至少在目前，还是最具活力、最具创新的经济体，拥有最开放的法律环境和全球最发达的资本市场。我们以世界人口的5%向全球提供了25%的产品和服务。我敢说其他任何国家都会羡慕美国的成就，作为美国公民，我们每天都应该感到知足。

如果我们的钻石矿脉就在本土，那我们的投资不也应该要在本土吗？我认为这是一个很合理的投资策略。海外投资——持有其他国家的公司股票——对于充分分散化的投资组合既不重要，也不必要。对于那些持有异议的投资者——相信全球投资是具有很多优点的——我建议在其全球股票投资组合中，要将国际投资额限制在20%以下。[1]

极端的全球投资组合

如今，很多人都建议海外投资。近年来，养老基金和捐赠基金以牺牲美国股票头寸为代价，逐渐将他们对外国股票的投资提到了一个很高的水平。超过1 000多只在美国运营的股票型基金——占了1/4——主要投资于国际股票，甚至一些最大的国内基金也将其7%的资产投资于外国证券。全球投资战略也受到学术界的推崇，有些学者甚至认为理想的股票投资组合应该按照各国在全球市场上的权重来持有每个国家的股票。根据1998年中期的情况，这样的投资策略分配给每个国家的权重如下：

国　家	百分比
美国	48
日本	9
英国	10
德国	5
法国	4
新兴市场	4
其他国家	20
总　计	100

〔1〕国际投资组合只包含国外发行的证券；而全球投资组合则包含美国和外国发行的证券。这些定义与行业术语是一致的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

请注意，对美国投资者来说，这个"理想"的投资组合要将一半以上的资产配置到海外。

这个投资策略主要是基于这样一个简单的假设：因为外国市场的波动方式和美国市场不同（重要的是，它们彼此之间也不一样）。因此，如果它们的投资组合中包括美国股票，则整个投资组合中的波动率将会下降，便可提供更高的风险调整后收益。其他赞成这个投资策略的论据包括：基于更分散化的经济基础将会使稳定性增强；潜在的增长率更高；全球市场的估值更便宜。但是这些投机性的论据不一定成立。

也有人在讲述故事的另一面，1997 年底，《华尔街日报》专栏作家罗杰·鲁汶斯坦（Roger Lowenstein）认为全球投资战略是"全球投资的谎言"。[1] 他写道"这种流行的投资智慧在 1997 年却被证明是完全不明智的"，他引用亚洲股市的危机来挑战这种说法："一个'头脑清醒'的投资者应该将其资产的相当大的一部分从他熟悉的国家转移到不熟悉的海外，并根据它们的市场权重来决定投资比例。"鲁汶斯坦认为"尽管在每个国家都赌博比在一个国家赌博明智，但更明智的是不赌博"。

货币风险和收益

我也对完全按照市场权重配置资产的全球投资策略持保留意见。这涉及股票投资者绝不会考虑的一类特殊风险：货币风险。投资于以母国货币标价的股票获得的收益与投资者的收入、支出和储蓄都用相同的币种来衡量（有时对本国居民有利，有时对他们未必有利）。即使国外投资（以当地货币衡量）获得与美国投资相同的收益率，但实际得到的收益也可能完全不同，这取决于美元在国际市场的强弱。强势美元将会使美国投资者在国外的投资收益缩水；而弱势美元则会令美国投资者在国外的投资收益增值。

在长期，由于政府间借贷融资和国际贸易将最终使得货币价值相等，在全球市场上，外国货币相对美元的风险应该是一个中性因子。但是在中短期，通向平价的道路困难重重。例如根据摩根斯坦利资本国际欧、澳、远

[1] R. Lowenstein, "'97 Moral: Drop Global Investing Bank," *The Wall Street Journal* (December 19, 1997), p. C1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东指数(MSCI-EAFE)30 年的历史，美元在 20 世纪 70 年代到 80 年代走势很弱，从 1980 年到 1984 年很强势，之后一直到 1995 年都很疲软。从那以后，美元开始强劲复苏。平均来看，1998 年的美元价值和 1980 年的美元价值相当。这些波动引发了对国际金融市场收益的诸多误解。很好一个例子就是在 1984～1994 的 10 年间，表 8.1 的上半部分表明美国投资者的国外投资收益率(以美元计)要远高于在美国股市的投资收益率。

表 8.1　　　10 年期全球收益率(截至 1994 年 12 月 31 日)

全球市场*	年收益	累积收益
	以美元计算	
美国股市	+14.3%	+282%
世界股市	+17.9	+419
美国股市的劣势	−3.60%	−137%
	以当地货币计算	
美国股市	+14.3%	+282%
世界股市	+10.2%	163%
美国股市的优势	+4.1%	+119%

* 标准普尔 500 和摩根斯坦利资本国际欧、澳、远东指数(MSCI-EAFE)。

在这种情形下，投资者很容易(或许已经)相信国外市场要比美国市场的收益高，因此未来会有更好的增长。比强劲的美国市场的年收益率还要高 3.6%，10 年下来累积资本要多 137%。为什么不顺势而为呢?

确实，为什么不呢? 因为国际市场上的超额收益在很大程度上是一个幻觉。尽管投资者在货币市场获得了很高的收益，但是他们在外国股票市场的收益实在很一般。以本币来测量，国际市场的年收益率要落后美国市场 4.1%，比前面的 3.6%稍高一点。美元过于疲软使得外国投资的收益加倍，如表 8.1 下半部分所示。

我相信在长期，美国投资者在国外股票上取得的收益最终将由每个国家基本面的收益率来决定(基于股息收入和盈利增长)，而不是货币收益。结合 20 世纪 90 年代全球各国经济增长率，以及美国的企业活力和科技领导力，很自然我们期望美国的经济增长将超过其他国家。

另一方面，美国或许正处于经济周期的顶峰，而很多欧洲国家、日本和新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兴市场则分别受到高失业率、过度金融扩张和深度衰退的困扰，在某种意义上是处于低谷。更复杂的是，这些因素是否准确地反映在目前的市场估值中还不得而知。全球市场最高收益之间的竞赛绝不是很容易就能做出裁决的。

但是1994年的情况很容易做出裁决。事实证明这个判断到目前为止还是正确的：美元如此的弱势是不会长久的。如果这样的话，弱势美元对以往的业绩的强烈影响终究会消失。美元的疲软使国外股票的收益率每年增加7.7%，依此展望未来，会夸大对国外收益的预期。而实际上，从1994年底到1998年中期，美元开始强劲复苏，使得国外股票投资的收益率每年减少4.6%。

全球投资组合的有效前沿

许多投资者拒绝完全按照市场权重的全球投资策略，但是却采取了一种更为复杂的分析方式来构造全球资产组合的结构。这种分析方式就是计算出一个有效前沿，来决定对美国资产和国外资产的精确配置，其目标是在最小风险的基础上获得最大的收益(即投资者能够容忍的最低的收益波动率)。我有点怀疑这种方法，因为有效前沿的计算几乎完全依赖过去的收益和风险，偏差是不可避免的——毕竟，历史数据是我们统计的唯一来源——但是股票组合过去的相对收益和相对风险并不总能预测未来，有时也许会适得其反。

例如，我们来考虑1988年底的有效前沿，此时国际市场的相对收益处于一个较高的水平。如表8.2上半部分所示，最低风险和最高收益的最优组合——也就是有效前沿理论的支持者所认为的最优资产配置——应该是50%投资于外国股票，50%投资于美国股票。这个组合究竟如何呢？并不十分理想。实际上1988年以后该组合的表现非常不佳。不仅11.4%的年收益严重低于美国股票的收益(19.2%)，而且风险比美国市场也更大(标准差是12.6%对12.2%)。这样的收益和风险的结合很难说是一个正确的选择。

现在投资者要想以这种理论来指导投资，就应该选择一种完全不同的全球投资组合。有效前沿理论基于对历史数据的统计和研究，因此，投资者现在要想追求最高收益和最低风险的最优组合，就必须根据过去10年每个市场的收益来选择有效组合，结果如表8.2下半部分所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8.2　　有效前沿

	年收益	波动性风险*
	截至 1988 年 12 月 31 日的 10 年	
100%的美国股票	16.2%	16.4%
100%的国际股票	22.3%	17.0%
最有效的全球投资组合：美国 50%，国际 50%	19.6%	14.4%
	截至 1998 年 6 月 30 日的 9.5 年	
100%的美国股票	19.2%	12.2%
100%的国际股票	5.8%	16.9%
最有效的全球投资组合：美国 80%，国际 20%	16.6%	11.8%

* 月标准差。

过去 10 年美国股票市场表现出的高收益和低风险，使得现在美国股票在投资组合中的权重上升到 80%，几乎是 10 年前权重的两倍。这个新的投资组合是有效前沿理论的追随者所认为的最优选择吗？我们无从得知。但经验告诉我们这不太可能。

我认为有效前沿理论的另一个问题是，风险的极小波动将会使最优组合失之交臂。例如在 1978～1988 年的 10 年中，80/20 美国/国际组合的标准差是 15.1%，比 50/50 组合 14.4%的标准差只高一点（前者据说是更加有效的组合）。不到 1%的差距对任何实际世界的投资者都是微不足道的，尤其对那些不愿或者不会计算月收益率标准差的人更是如此，更不用说标准差究竟能否有效度量风险还有待商榷。

在 1998 年 6 月之前的 9 年半时间中，这种差别也是细微的。例如，80/20 投资组合的标准差是 11.8%，比 100%美国股票组合 12.2%的标准差低不到 1%。对于聪明的投资者来说，这两个组合风险的差别实在太小了，因此，用这个度量风险真的不太好，看起来完全不能保证判断正确，即使再精明的投资者也不会将选择基于这些细小的风险差别之上的。

图 8.1 对比这两个时期的组合，清楚地表明了全球有效前沿的两个事实：(1)在 10 年中有效前沿可能会大幅变动；(2)尽管资产配置有很大的变动，但是每条曲线有效点附近风险的波动是无关紧要的。在市场上盲目地



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

依靠历史是有很大缺陷的，因为货币价值波动会带来很大的额外风险。

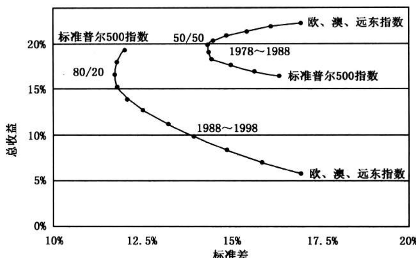


图 8.1 哪一条有效前沿：美国的，还是国际的？

在最终分析中，股票投资者只需要考虑一个风险：市场风险——所有的股票组合价值都会发生波动的无法否认的事实。但是不知何故，大多数投资者还考虑了另外两个风险：一是投资风格风险，即根据特定的偏好选择共同基金和股票组合，比如专注于大盘价值型股票、小盘成长型股票，或者其他收益不同于市场总体表现的股票；二是管理者风险，即选择一只共同基金，其管理者可以在既定的投资风格下选择最优的投资组合。

抛开这两种大多数投资者都考虑了的额外风险不谈，我个人认为投资者没有必要去承担另外一种额外风险：货币风险。但是对于那些相信自己的智慧和判断，认为全球投资完全必要的人来说。我想重申一下我的经验法则：股票组合中，国际股票的比重不要超过 1/5。

国际经济与金融市场

迄今为止，我还没有涉及海外投资的一个最明显的风险：美国与大多数其他国家政府、经济和金融体制不同的风险。理论上，这些风险被金融市场内在的神奇的套利定价机制所包含。通过这种机制，市场价格将会考虑一只股票——包括所有国家的所有股票——的所有信息，而且通过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知情交易者的决策，可以达到准确反映潜在风险和未来收益的价格水平。

回顾过去，历史数据表明国家经济的相对地位的变化是巨大的——有时变化的持续时间很长，有时变化的速度很快。金融市场对此反映非常准确，以日本为例，10 年前，美国投资者担心日本经济是“初升的太阳”，最终会领导世界。在东京，不断攀升的股价推动日本股市的规模接近全球股市规模的一半。当时日本所占比例是 43%，与美国的 28%相比，高出一半。

随后，日本的经济开始衰退，而其他许多国家（尤其是美国）却走向繁荣。日本政府的财政货币政策非但没有促进经济的复苏，反而抑制了经济的发展。其银行体系过度扩张，饱受不良贷款带来的冲击。日经指数从27 700点下降到 1998 年中期的15 800点，大约只有 10 年前的一半。

与此同时，世界其他市场都很繁荣。同时期的美国，道一琼斯指数从2 140点上升到8 950点，上升了 320%。欧洲市场以本币计上升了 275%（按照 MSCI－EAFE 欧洲指数）。日本经济令人惊讶的衰落也体现在世界股市规模的权重上，1998 年中它只占全球股市的 9%，是 10 年前 43%的 1/5。同期，美国市场占全球市值的 48%，比 1988 年的 28%多了一半多。要注意的是，我们现在的规模和日本 10 年前差不多。在未来几年中，我们的比例是否下降还有待观察，但很值得思考。很显然，如果你觉得会下降，那你应该多持有外国股票。表 8.3 表明了 1988～1998 年中，世界股票市场市值比重的相对变动。在金融史上不到 10 年的很短时间内发生了巨大的变化。

表 8.3　　　　1988 年和 1998 年世界市场的市值

	1988 年 12 月 31 日	1998 年 6 月 30 日
美国	28%	48%
日本	43%	9%
英国	8%	10%
法国和德国	5%	10%
其他国家	16%	23%
总　计	100%	100%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时来运转了吗

在1998年初秋，整个美国股票市场比去年增大了3%，而国际市场下降了大约7%。西欧国家股市曾经很高，但最终全球其他市场都出现了下跌。日本下跌了20%，新兴市场下降了40%，俄罗斯市场甚至暴跌80%。雪上加霜的是，大多数国家货币贬值又使得美国投资者损失了一大笔。

对美国股市的一枝独秀，存在两种解释：(1)这进一步证实了本章“钻石之邦”理论；(2)使美国投资者投资海外的机会更具有吸引力。毕竟，有大量的资料证明：长期来讲，国际市场和美国市场趋近于一个统一的全球平均收益率，就像1960～1997年这段时间一样。

即使在当前美国主导的情况下，又有谁能保证美元保持强势，不会下跌？谁又能保证某个国家或者某个区域（如欧盟）不会取代美国成为世界经济的领袖呢？同样谁又能确信目前的世界市场股票定价是基于对其他市场的糟糕预测和对美国市场的乐观预期呢？答案是：没有这样的人。金融市场上风水轮流转已被证明是一种规则。

但是，当投资者做出了最佳的海外投资决策，国外市场上仍然存在着一个陷阱：这就是市场择时之陷阱。运气经常会在最不可能发生的时候发生逆转，要想抓住，不是太早就是太迟。正如1997年金融危机发生后，或许最差时期已经结束，入市抄底的机会已经来临；但也有可能危机并没有结束并且还将继续变坏。又有谁知道呢？

目前常被用来说明全球投资风险的一个例子就是东南亚。在1997年中期以前，许多全球投资者认为这些新兴市场能够提供极高的长期收益。确实，在20世纪80年代到90年代，印度尼西亚、韩国、马来西亚、新加坡、泰国和菲律宾的经济和市场取得了举世瞩目的成就。在新的全球经济中，它们的人口和经济加速增长，股票收益的剧增使得其在世界市场的权重由1991年的1.9%上升到1997年初的3.8%。但是在1997年秋季的时候，这种政府主导型的金融体制显露出其弊端，变得非常脆弱，它们的币值一落千丈，经济陷入衰退。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管东南亚国家的货币贬值了40%，罕见的是其市场的下降没有超过40%。但两者相加，在几个月的时间里，使美国投资者的损失超过80%。随着世界其他市场的兴起，东南亚市场占世界市场的权重竟然下降了70%。在1998年初，其权重只有1.2%，不到一年前的1/3，那时它们正处于深受投资者欢迎的顶峰时期。1998年这些新兴市场的问题继续恶化。风水轮流转使投资者学到了全球投资风险的深刻教训。在那些会计准则、金融透明度和流动性方面不及美国的国家，这类风险更大。

全球投资者的盈利记录

可以说，评价全球投资最公平的方式不是依靠抽象的学术理论，也不是依靠金融市场上偶然得出的数据证据，应该要根据那些不考虑国界、用投资者的钱在他们所钟情的市场上挑选股票的全球投资经理们的盈利记录。然而，遵循全球投资策略的基金绝大部分的运营时间都不超过10年，目前所能得到的证据和数据并不十分可靠。

在1987年到1997年的10年间，进行全球投资的基金实现的年收益是11.2%，远低于标准普尔500指数18.1%的年收益率。与此同时，这些基金的风险(标准差)平均为14.3%，略高于标准普尔500指数14.1%的标准差。而且，这些基金获得的平均收益中隐含着一个巨大的风险：不同基金经理的业绩差别很大。年收益率从最高的15.5%到最低的6.9%(不到最高的一半)。因此，投资者的收益很大程度上依赖于其所投资的基金。

在过去的5年中，出现了大量的全球基金(57只)，但是这些基金经理的表现还是一般。其平均收益率为14.1%，低于摩根斯坦利资本国际的全球资本市场指数(经各国股市规模加权)15.9%的收益；其平均风险(标准差)为13.1%，比该指数12.3%的标准差要高。全球基金经理们犯了两个错误，第一个是将大量的赌注压在了美国以外的国际市场上，而这时恰恰是我们国家的市场收益率在世界上最高的时候。第二个错误就是对美国市场的战术错误。在1997年末，他们只投资了30%在美国股票上，而前面的指数中美国股票占总投资的权重应为47%，他们投得太少了。总之，他们的盈利记录不足以赢得我们对全球投资战略的赞美之词。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

构造自己的全球投资组合

当然，也还有另外一种方法来进行全球投资。如果你认为外国的投资机会可以带来比美国本土市场要高的收益率，并且可以减少持有组合的短期波动，你只需要简单地决定在你的投资组合中加入多少外国的股票，以平衡你在美国和其他国家的投资。

但是，海外股票的盈利记录怎样呢？在过去 15 年的国际范围的大牛市中，国际股票的收益没有美国股票市场的收益高。虽然在 1997 年之前 EAFE 指数的年增长率是 15.3%，但标准普尔 500 指数的年增长率是 17.5%。每个领域的共同基金都没有达到其目标指数的收益，但是，令人惊讶的是，国际共同基金的表现实际上要比美国的同行要好。

然而在过去的 10 年中，国际基金和指数的表现都要差于美国的共同基金和指数。国际基金的平均年收益率是 9.0%，比美国基金平均 15.5% 的年收益率要低 1/3。这样一来，10 000美元的初始投资最终的价值就会有很大的差别，对国外基金来说，将为24 000美元，而美国基金则会增长到 42 000美元。在这段时期，美国基金的平均收益照样低于其对应的股票指数的收益，然而奇怪的是，国际基金却超过了其相应的指数的收益（后文将对此加以讨论）。

因为在 20 世纪 50 年代和 60 年代还很少有国际基金存在，所以有效比较 30 年和 40 年的基金或指数的收益根本不可能。然而可以考察一下 25 年来的情况，国外基金的平均收益是 9.9%，落后于 EAFE 指数 11.9% 的收益——有这样的结果一点也不奇怪。年收益的差距对长期资本积累将会有极大的影响，10 000美元的初始资本投到一般的国外基金上，会增值到107 000美元，比 EAFE 指数获得的167 000美元要低整整60 000美元。

运用最长可能的时间段——EAFE 指数的整个历史——作为研究的基础，结果是惊人的。从 1960 年到 1997 年，美国股市标准普尔 500 指数的年收益率是 11.5%，正好等于国际股市 EAFE 指数的收益率。我们在第十章将会知道，这两个指数之间的差异波动起伏变化很大，但是在长期中，国际投资并没有比美国的投资组合有任何更多的收益。也许用“追求虚无缥缈的希望”来形容那些追逐国外市场高回报率的投资行为有点过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分，但历史数据表明此话也许不假。

国际市场的指数化——一种更好的方式吗

不论如何衡量，积极管理的国际基金的长期收益记录都是不能令人满意的。但是，对于那些想要通过国际投资来分散化投资的投资者来说，有另外的一种方法可以进入国际市场，并且从长期来看，这种方法更好，就是投资于国际指数基金。

国际股票市场上的指数化投资将提供比美国市场更多的金融方面的便利。首先，国际共同基金的营运成本更高，约有 1.7%，比美国本土基金要高 0.3%。第二，尽管国际基金的组合换手率更低(大约年换手率为 70%，也是很高的一个数字)，但国际市场的交易成本还是很高的，流动性成本、佣金、印花税和托管费等加起来，总共每年的交易成本大约是 2%(甚至更高)。因此，国际基金每年要扣除的总成本将近 4%，大约是美国基金的两倍。有如此高的成本，大多数基金经理就不可能提供更高的净收益了。

国际指数基金的成本种类和管理型的国际基金一样，也面临着上述的成本，但是金额要小很多。特别地，低成本的国际指数基金不需要付任何的投资咨询费用，因此其费率尚不到其他国际基金 1.7%的 1/3。投资于欧洲和太平洋地区发达市场的指数基金，其费率不会超过 0.5%；即使新兴市场的投资组合，其费率也不会超过 0.75%。

更重要的是，国际市场指数基金的换手率极低——年换手率低于 5%，是积极管理的国际基金 70%换手率的 1/14，这在高成本国外市场上具有极大的优势。低换手率使得国际指数基金的年交易成本不会超过 0.5%。

国际指数基金的操作费用和交易成本加在一起，年成本不会超过 1%，远低于积极管理的国际基金 4%的水平。如果有足够的时间，国际指数基金自然要比积极管理的国际基金年收益要高出大约 3%，是近年来美国指数基金所获得的 2%的优势的 1.5 倍。



是，不是，也许

这些指数化的优势已经经过实践证明了吗？答案是明确的：“是，不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是，也许。”要明白“是”，你只需要考虑市场和经理们最终实现的收益就可以了。在扣除成本以前，某一特定市场上所有股票的拥有者应当获得市场的总收益。但在扣除成本以后，这些投资者作为一个整体，将不可避免地会落后于市场收益。

“也许”之所以也成为一个答案，是因为我们只知道所有投资者在这些市场上的一些不完整的数据。美国的国际基金仅仅持有很小部分的国外股票，大约是3 300亿美元，是所有国际股票市值的2%左右。比较这样小的一个样本是很难对基金经理的相对业绩做出定论的。

现在来看一下“不是”。我们不能确定前面计算出的指数基金在长期的3%的收益优势在任何一个特定的时期内都能够保持。然而，在充分长的时间里，可以预见美国的基金经理与他们的国外同行相比，既不会更聪明也不会更愚蠢，因此，3%的收益差距在长期中是必然存在的。

为考察这个3%的有效性，观察国际市场两个最大的部分：欧洲和太平洋地区。在欧洲，市场在各国之间高度分散：英国在欧洲总指数中占了30%，德国15%，法国13%，瑞士11%，荷兰8%，意大利6%，其他国家总共17%。不仅欧洲基金的经理持有相对类似的权重，而且不同欧洲国家的市场经常会受到同类经济和金融因素的影响，从而会有类似的变动态势。

欧洲基金的收益记录清楚地证实了国际投资中的指数化方法。在1987年到1997年的10年间，欧洲基金的平均年收益率是10.2%，而欧洲股票指数的收益率是14.6%。考虑到指数基金的成本大约是1%，每年的优势将大约是3.4%，这和先前计算的3%差距不大。在这个时期，答案为“是”，指数基金的优势被完美证实。

在太平洋地区，答案是模棱两可的。有限的数据——美国的基金只拥有一小部分太平洋地区的股票——可能会表明“也许”。但是任何差异的主要原因都可归结为一个国家——也就是日本——的股票市场，日本在太平洋指数中占有绝对的优势，也就支配着该指数的收益。10年前，日本的股票占太平洋地区股票总市值的93%，即使近年来日本经济不佳，面临衰退，其市值仍然占到80%（摩根斯坦利资本国际太平洋指数既不包括中国，也不包括南亚新兴市场，它们被包含在摩根斯坦利资本国际新兴市场指数中）。但是，由于美国共同基金的分散投资组合——出于投资政策的要求或者法律的规定，在美国基金经理们的管理下，日本股票在美国共同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金投资于太平洋地区总市值中所占的比例较小，平均只有38%。

由于在过去的10年中，投资于巨大但又正在衰退的日本股票市场所占的份额逐渐缩小，太平洋基金的年收益率为4.4%。投资业绩很一般，但已经大大超过了太平洋指数－1.2%的收益率了。少量主要投资于日本的基金更加糟糕，回报率为－1.8%，比太平洋地区指数还低。考虑到太平洋地区基金数目较少(1988年有3只，1998年有57只)，因此，这些结果将不会动摇我对指数化投资在所有市场都有效的信心。

除了欧洲市场和太平洋地区市场就是新兴市场，投资者经常回到新兴市场来寻找爆发性的经济增长。忽略额外的风险——最近在这些市场已经很明显——是天真的，寻求超额收益的积极投资者最好还是冷静下来，将其投资于新兴市场的比例控制在合理水平。尽管新兴市场的指数基金的历史很短(只有4年)，结果目前还是令人鼓舞的。因为时间很短，“也许”的判断是足够公平的。不用说，只要时间够长，指数基金一定会比积极管理的基金赚得多。

现在来看由EAFE指数测度的整个国际市场(不包括小的新兴市场国家)，我们可以肯定地确信早先分析的结论“是”。在过去的25年中，美国管理型国际基金的平均收益率比EAFE指数11.9%的年收益率要低2.0%。这25年(到1997年)中有15年，EAFE指数的收益每年超过管理型基金大约5%，还有10年是每年落后2.5%。这完全是由于在过去10年，日本由市场领导者变为市场的落后者。如果对于短期投资者的答案是“也许”，那么对于长期投资者答案就是“是”，指数是起作用的。

一些国际基金能够也确实挑战了指数基金的优势。一般来说，这些基金的特征如下：基金经理经验极其丰富、投资组合换手率相对较低、操作成本和咨询费用不高(这些特点在国际基金领域不太常见，但是在赢家基金中却很流行)。但是，随着时间消逝，基金经理可能会替换、投资政策会修改、费率会增加。因此，对于长期投资者来说，要想通过共同基金在全球分散投资，国际指数基金不失为一种很好的选择。

偶然的旅行者

现今，忽视经济和金融市场的全球化对世界上任何一个国家的冲击都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是非常不明智的，美国同样也不例外。尽管对美国作为创造和维持全球化的领导地位存在争议，但在我看来，对全球化趋势感兴趣的美国投资者完全可以只着眼于国内就可以实现目标。想通过持有全球化的组合来寻求获得更高的收益是现代版的艾哈福德毫无结果地寻找"钻石之邦"的过程。

美国的公司已经成为全球化主要的推动力量。摩根斯坦利添惠(Morgan Stanley Dean Witter)最近的一项研究表明"如果投资于标准普尔500指数，你就拥有了一个分散化的全球组合"。标准普尔500指数中的企业收益有77%来源于北美，23%来源于其他国家：欧洲13%，日本2%，亚洲新兴市场(5%)和拉美新兴市场(3%)占了8%。标准普尔500指数中一些最大的公司确实是在全球开展业务，它们有一半或更多的收入来源于国外：可口可乐是67%，英特尔是58%，微软是55%，美国国际集团是54%，宝洁是50%。

与国际化程度较低的公司相比，上述这些公司被称为"安全港"公司，它们能借助其良好的国际声誉和合理的营销机制来控制自身的成长。尽管它们要受到国际经济条件变化，特别是当地货币币值的影响，但常常能够利用期货来规避大部分货币风险从而达到套期保值的目的。因为这些公司23%的总收入和28%的净收入来自于国外，所以，列入标准普尔500指数中的公司给投资者提供了一个很好的全球化投资的方式，这样，美国的投资者完全没有必要以身涉险，直接投资国外股票。

历史记录表明，美国那些国际利益很大的股票与美国一些全球化不强的问题相关性很高，而国外市场则完全不同。因此，通过直接拥有国外股票来分散化风险有助于有效地减少组合月收益率的波动。但是，就像我在整本书中的观点一样，不能靠牺牲长期收益来减少短期波动。

"钻石之邦"的修订

用持有较大比例的外国股票来投资于国外是没有必要的。过去的收益和风险的记录并没有有力地证明我们应该放弃自家的钻石矿而去国外寻找未知的钻石之邦。康威尔博士的论点是"处你所处，以你所有，尽你所能"。他花费了很大篇幅来讲费城的机会，但是也举了在整个美国寻找财富的例子——从宾夕法尼亚到新英格兰，再到北卡罗来纳和加利福尼亚，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他用约翰·洛克菲勒和石油作例子，也举了科奈尔·约翰·苏特(Colonel John Sutte)和金子的另一个例子。

康威尔博士总是用心地赋予寻找财富以更高尚的目标。他吟诵道："我说你应该变得富裕，你没有贫穷的权利，这里有太多的机会了。"但很快作了补充："我们都知道，有很多事情比钱更有价值，有些事情更加庄严和伟大。"赚钱建造自己家园的激动和帮助处于困境中的人们的高尚，就是花钱带来的快乐的例子。

如果康威尔博士生活在今天的世界中，他毫无疑问将会谈论为舒适生活和安宁退休而进行的金融资本积累。我不知道他是否会提倡投资于美国的公司。但是因为艾哈福德的传奇一直萦绕心头，我想他更倾向于投资完全是美国股票的组合。

在 20 世纪末，美国是世界经济的霸主，虽然地位还不牢靠。如果我们对成绩骄傲，则是错误的，剧烈的下跌也许就会发生。10 年前在日本发生的，我们也可能会发生，美国发生衰退不是不可能的。投资者自己必须在全球范围内考虑相对收益和风险，然后据此来配置资产。但对我来说，如果现代的某位康威尔引用了罗杰·鲁汶斯坦在《华尔街日报》上的建议，我也十分赞同："不用走出家门，就可以拥有一个快乐的投资生涯。"



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章　选择优质基金

——寻找圣杯

有见识的投资者意识到投资的中心任务是通过投资他们选择的金融资产组合来获得该类金融资产尽可能高的长期回报比例，但是，他们意识到并且接受这个比例会低于 100%这一事实。就像我在第四章所提到的一样，市场指数基金可以实现对应市场年收益率的 99%。而积极管理的股票型基金平均只能提供 85%。尽管管理型基金的未来相对收益是不确定的，但是很难想像它们能够达到 99%的比例。而另一方面，低成本的指数基金几乎确定地可以达到 98%～99%，因为历来如此。

就像我先前提到过的一样，即使是业界领袖也日益意识到这些现实，并公开承认（至少有人如此）"普通基金绝对不能战胜市场"。实际上，甚至那些专门推销积极管理型基金的经营者也不能忽略两个令人沮丧的市场现实：(1)投资者作为一个整体，没有也不能击败市场。(2)任何一只基金在整个投资期间都可能受到无法抗拒的偶然事件的影响。现实的投资世界根本就不像加里森·凯勒（Garrison Keillor）虚构的《梦回忧愁湖》(*Lake Wobegon*)一样，这里"所有的孩子都超过平均水平"。

在意识到任何一只基金都不可能战胜非管理型的指数以后，共同基金业不得不含蓄地承认这种现实。很多基金公司都将原本为进行长期投资而创造的投资工具转换为中短期投机工具，而这正反映出了这种妥协。

聪明的投资者必须接受这样的事实，即他们选择的基金不论过去的业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绩如何，将不可避免地回复到均值。这个均值是市场均值减去基金的成本——咨询费、营运费和营销成本（总称为费率）——以及买卖证券组合的成本（交易成本）。在共同基金业中，我们已经知道，这些成本是极高的。中等股票型基金的年费率是 1.5%，并且还在增加。交易成本很难精确量化，但是对于换手率很高的基金来说，每年 0.5%～1% 也不算太高。目前，总共的成本保守估计每年也要超过 2%。

给定这些事实，20 世纪基金经理和投资者寻找战胜市场的长期收益的"圣杯"无疑遭受了巨大的挫折，在 21 世纪也会一样，这种失败就像在公元 6 世纪，阿瑟王圆桌上的骑士寻找最后的晚宴中的圣杯时所遭受的挫折一样。

股票型基金的记录

首先来考察一下现代股票型基金的历史记录。我选择的时期从美国股市的大牛市开始，即从 1982 年 8 月到 1998 年中期。这段时期特别有意义，因为在这期间，股票型基金的资产成为最大的资产池，占美国股票市场总值的 21%以上，同时共同基金的费率和换手率达到历史最高水平。在这 16 年的时间中，所有存活下来的股票型共同基金的税前年收益是 16.5%，是以威尔逊 5000 股票指数来衡量的整个市场收益 18.9% 的 87%。[1] 随着基金成本的上升，可以肯定，基金收益和市场收益之间的差距会越来越大。



这些关于基金收益、基金成本和过去业绩不可否认的事实形成了当今指数基金的繁荣。如果不能战胜市场——没有人说是达到市场收益——为什么不加入其中呢？一只全市场指数基金的总成本是 0.2%（是基金业平均水平的 1/10），其年收益是 18.7%，接近该时期市场总收益的 99%。

指数基金的年收益率是市场收益的 99%，与一只管理型基金的 87% 相比，存在 12%的差距。10 000美元的初始投资，在 1982 年 8 月 2 日投资于指数基金，其终值将为153 100美元，而投到传统的积极管理型基金上，

〔1〕 2.4%的差距（18.9%－16.5%）比前面估计的 2%的基金成本要高一点，部分原因是积极管理的基金需要持有收益很低的现金储备。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

终值仅为113 700美元。因此，指数基金能够获得指数累积增长率的97%，而普通的管理型基金只能获得70%。在第十四章，我将更加详细地解释两者之间的差距迅速增长的数学含义，现在，我们姑且称之为"复利的魔力"。

如果这些数字令你感到震惊，你完全可以假设自己什么也没有看见。假设牛市并没有一冲到天，股票市场有一个适度的收益率，那么这个差距会变得更大。例如，假设成本不变，股票市场收益下降一点，在15年的时间中为8%。结果是指数基金的净收益为7.8%（市场收益的98%），而管理型股票基金的收益率为6%（市场收益的75%）。15年后，10 000美元投资于指数基金将获得30 900美元终值，而投资于管理型基金将获得24 000美元。现在，指数基金达到指数本身累积增长的96%，而管理型基金则跌到64%。因此，累积收益增长的差距将会从过去牛市的27%上升到32%，这个数字可能会在未来更加现实。但是，不论将来怎样，基金收益和市场指数收益之间的差距对基金业来说将不会太乐观。这意味着在大牛市被很多投资者认为是圣杯的管理型基金，将再次经不起时间的检验。

进入指数基金

大约25年前我就做了有关历史收益的研究，结果和上述情况类似。这一结果促使我根据标准普尔综合股票价格指数创立了基金行业投资于市场指数的第一只共同基金（详见第五章）。这一基金起步时跌跌撞撞，规模很小，但现在先锋500指数基金已走上正轨，取得了技术和商业上的成功。

尽管刚开始的时候，指数基金受到了冷遇，但是现在却引起了整个基金业的关注。虽然第一只指数基金在将近10年的时间里，没有受到追捧，甚至人人唯恐避之不及。但是，现在已有140多只竞争性指数基金加入其中。其中有少数是由指数基金的鼓吹者（或者皈依指数基金的人，俗话说"没有比改信基督教的更虔诚的基督徒了"）创立的，但大多数是那些机会主义者发起的免佣基金，它们屈从于市场的压力，被401(k)储蓄机构拽入市场主流。有些指数基金的费率比较合理，但大多数基金只是临时性免费，还有一些甚至收取无法接受的高费率。有1/3的指数基金甚至收取可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怕的认购费或 12b－1 费，这些基金的发起人忘记了指数基金优势的本质就在于低成本。有大约 2/3 的指数基金是以标准普尔 500 指数作为目标指数的。

然而，指数化的概念远比标准普尔 500 指数基金要宽泛得多。尽管指数化的理论针对整个股票市场时最为有效，但是全市场指数基金（基于威尔逊 5000 股票指数）仅仅处于刚刚被接受的阶段。更重要的是，指数化对于那些在特定领域追求更高收益的投资者同样适用。基于成长型指数、价值型指数、小盘股指数和中盘股指数的基金也正处于逐渐被接受的阶段。总会有人想要提供晨星投资风格方格中的 9 种类型的指数基金，这只是时间的问题。正如第六章所证明的一样，指数基金在每个方格中都将获得高度有效的风险调整后收益。同样，指数基金在国际股票市场和债券市场也正处于起步阶段，但在几年以后它们也将变得日益重要。

指数基金正逐渐被认为是共同基金投资的圣杯——获得市场收益的最佳方法，而且理应如此。在 1998 年，指数基金估计得到了流向股票型基金净现金流的 25%，比起 1990 年的 10%，已经获得了极大的增长。

假设投资者正在发现就长期收益而言，指数化策略是超过积极管理型基金的最佳途径——历史已经完全证明了这一点，那么传统基金的倡导者应当如何与之竞争呢？大幅度减少其收费似乎不可能，因为这会减少其利润；降低组合交易成本也是不可能的，因为这将给当下这种愚蠢而时尚的高换手率的投资政策带来无法接受的根本性变革。那么，他们应当如何应对呢？



指数基金引起了新的行业咒语

基金发起人必须通过其他一些方法来迎接指数化带来的挑战。他们必须要创造新的圣杯，这正是大多数基金要走的路。中心思想是让投资者积极管理其自己的基金组合，要不仅仅获得市场收益的 99%，最好尽可能超过 100%。这个新的策略包含了如下的这些因素：

- 不要长期拥有一只基金。
- 把基金当股票一样，拥有大量的基金并频繁地变动。
- 经常行使自由选择的权利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 冲进最近的基金超市，用基金换取基金而不引起交易成本（实则不然）。
- 注意电视广告中过去业绩很好的基金。
- 总之，要旨在于"转换和变富"。

这种基金投资长期特性的奇怪变形现在正如日中天，目前股票型基金的投资者持有一只基金的平均期限仅有3年。

但是把共同基金当作股票来交易有用吗？选择并互换共同基金的方法能获得更高的收益吗？这些策略在过去有效吗？本章将从四个方面来考察这个问题：第一，学术界有关基金业绩汗牛充栋的研究材料；第二，在基金选择的实际操作中，过去的业绩优于市场的记录；第三，推荐基金组合的投资顾问的记录；第四，基金投资于其他基金（FOF）的记录。

选择赢家基金——学术研究

计算机具有的强大能力，可以帮助我们处理无限的业绩比较、多元回归和复杂方程，学术界已经可以很好地检验一切。尽管大量数据挖掘的研究成果充斥在《金融学杂志》（*The Journal of Finance*）、《投资组合管理杂志》和《金融分析师杂志》上，但这些受人敬重而颇有创见的学者们并没有解决问题。他们仔细地考察了历史记录，企图发现在选择基金中能带来更高收益的持久的、有价值的因素。

夏普的研究

学术界发现了什么呢？我们首先从共同基金领域的学术领袖，斯坦福大学的威廉·夏普教授开始。他仔细研究了100只最大的股票型基金10年的历史记录，这些基金大约占这类基金40%的资产。然后将其收益与按行业加权的指数收益进行比较，包括美国国库券（从而解释基金的现金头寸所导致的持续性业绩缺口）。[1]

夏普博士发现，大的基金能够提供相对较高的收益，是因为其成本优

[1] William F. Sharpe, "The Styles and Performance of Large Seasoned U.S. Mutual Funds, 1985—1994." Published on the World Wide Web, March 1995.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势。但是在过去的 10 年中，他所研究的基金平均收益率要比综合指数的年收益低 0.64%（不用说，选择 100 只最大的基金存在着对成功基金的偏爱，因而会有很大的偏差）。这个差距不算大，但数据本身足以说明典型的积极管理的股票型基金不会超过消极的指数基金（如果包含基金认购费的话，数据将更加不能令人满意）。

夏普博士接着挑选出那些在不同的时期中选股表现优秀的基金经理，考察他们在未来时间里是否能够获得持续的成功。他采用平常评价基金的指标——规模、过去收益和风险调整的夏普比。在最佳的情况下，某种业绩水平仅能持续 12 个月（即基于一年前的业绩来选择基金会使得这个业绩能够持续的机会略有增长）。如果一个投资者持有最优秀的 25 只基金——夏普研究的最高分位组的基金，并每年按照这个原则来调整，那么在接下来的 5 年或者 10 年中，他的收益将比指数高出 0.8%（而如果投资于最低分位组的基金，5 年中的年收益率会比指数低 0.5%，10 年中会低 1.3%）。即使不考虑频繁更换基金所产生的额外税收，这个收益率水平对于一种投资策略来说是很不可靠的。

赢家会常胜吗？夏普总结了他的研究结果："如果过去的 10 年能够预示未来的 10 年，那么答案是肯定的。"然而，我要提醒的是，这只是一种极端情况。也许夏普的"中性立场"更为恰当，因为他承认"无论是统计上还是经济上，这个证据远不是结论性的"。

卡哈特的研究

马克·卡哈特（Mark Carhart）是南加州大学的教授，在研究基金业绩的持续性方面也是令人敬佩的专家。他分析了 1963 年到 1993 年，1 892只分散化的股票型基金的 16 109 个基金年度。[1] 首先，他发现"股票收益中的共同因子（价值型与成长型、大盘与小盘、高贝塔[2]与低贝塔）和投资费用几乎可以完全解释股票型基金收益的持续性"。适当考虑了那些低于平均收益的基金通常会趋于消失的情况后，卡哈特证实了伯顿·麦基尔教授的结论（我们在第五章已经描述过）。存活偏差使得基金在 1982 年到 1991

[1] Mark M. Carhart, "On Persistence in Mutual Fund Performance," *The Journal of Finance*, vol. 52 (March 1997), pp. 57—82.

[2] 贝塔用来度量基金相对于股票市场指数（通常为标准普尔 500 指数）的波动率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年的年收益高估了大约1.4%。麦基尔博士也发现，在20世纪70年代存在一些持续性的有限证据，但80年代这些证据又不再成立了。[1]

卡哈特考察了过去一年和以后几年的收益后指出，尽管最高十分位组和最低十分位组中的基金较为固定，但其他很少有基金能保留其最初的十分位排序。一直保持在前十位的只有17%，而保留在后10位的有46%。另一方面，许多排名靠后的基金的高成本影响了其收益。因此，卡哈特警告说："尽管大众媒体不断美化业绩优秀的基金经理，但对投资策略和成本最普通的理解几乎可以对共同基金的收益作出最重要的预测。"这段话可解读为：依靠过去的业绩选择未来可能提供高收益的基金是一项具有挑战性的任务。

高茨曼—伊伯森的研究

另一项研究中，威廉·高茨曼(William Goetzmann)和罗杰·伊伯森(Roger Ibbotson)分别以两年期、一年期和月度为间隔，检验了1975～1984年间赢家的持续性。[2] 在每个时间间隔，他们将股票型共同基金按照毛收益率和风险调整的收益率来排序，然后将其分为两类：赢家(前50%)和输家(后50%)。他们的分析表明，投资于赢家基金会提高下一期超过所有基金平均收益的概率，其实一个重要的原因就是对那些业绩不好的基金而言，重复不断的高成本将会导致它们持续失败。

通过例证的方式，他们发现2年期收益最高的增长型基金在接下来的两年中有60%还是赢家。因此，一个可能的结论便是：一只基金在连续4个两年中比一般基金表现优秀的概率是1/8。简言之，在每个承接前期的两年中，超过平均水平将注定是没有胜算的赌博，如果再考虑认购费用和税收的话，胜算将会更低。

对那些赞同不断更换基金来达到提高投资回报率的投资者来讲，情况只有更糟，即使业绩一直保持优秀的赢家基金也可能会输给市场指数。高茨曼—伊伯森指出，即使那些表现优秀的基金——甚至与同类基金相比处于前四分位组的基金——也不足以战胜市场。他们得出结论："业绩持续

[1] Burton G. Malkiel, "Returns from Investing in Equity Mutual Funds, 1971 to 1991," *The Journal of Finance*, vol. 50 (June 1995), pp. 549-571.
[2] William N. Goetzmann and Roger G. Ibbotson, "Do Winners Repeat?" *The Journal of Portfolio Management* (Winter 1994), pp. 9-17.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优秀的赢家模式也许不能战胜市场，但从长期来说确实能够战胜同行。"然而，面对指数基金的竞争，如果不存在持续战胜市场的证据——相反的证据倒是比比皆是，依靠能够持续性战胜同行的微弱优势而采取的投资策略又有多大用处呢？

所有这些基于统计的学术研究表明，基金业绩很少具有持续性，研究人员没有信心通过评价基金过去的业绩来预测其未来的表现。即使在将来，其他研究发现了奥秘——存在一个新的圣杯——但过去业绩的持续性也不能保证将来的持续性。现实是市场条件在变化、基金经理在变化（还非常快）、基金组织在变化以及基金投资策略在变化，这些变化同样会受到基金的成功导致的规模增大的影响（在第十二章将会详细考察），都会削弱基金过去业绩的相关性，还会有效消除过去和未来业绩之间的任何联系。

根据这些看似结论性的学术研究，现在考虑一下现实投资世界中有关基金选择的问题。我们要考虑：第一，基金在长牛市中战胜市场的真实记录；第二，推荐共同基金的投资顾问；第三，有关"基金中的基金"的真实记录，即只投资于其他共同基金的基金。

战胜市场的基金——令人失望的现实

尽管在这个大牛市中，基金的收益严重落后于市场收益，但是还有大约 1/6 的管理型基金超过了市场收益。在那个时期存活下来的 258 只普通股票型基金中（在 1982 年时基金行业显然要小得多），有 42 只基金超过了威尔逊 5000 指数 18.9%的收益（相对于标准普尔 500 收益的 19.8%，显然是个较低的标准）。但在这 42 只基金中，只有 12 只基金（占总数的 1/21）的收益超过了指数收益 1.5 个百分点。如果假设基金相对于指数的年度跟踪误差为 3%，那么只有超过指数收益 1.5 个百分点的基金才能在统计上算作显著地超过了指数的表现。基于实际的跟踪误差，在这 12 只基金中，只有 3 只基金（只有总数的 1/100）达到了统计上的显著性。当然，检验所有这 12 只基金也是很有帮助的。

稍加一点微观分析就可看出，这 12 只基金是个相当混杂的组合。有 6 只基金是在早期规模较小的时候累积了大部分收益，而以后的表现慢慢趋于一般。因此，真正只有 6 只基金是表现优秀的。有趣而重要的是，这 6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只基金在大部分或者整个期间没有改变基金经理(这些经理的平均年龄现在是 57 岁),有两只基金在资产达到 10 亿美元前就封闭了。

这 12 只基金很难提前被识别出。起初,只有很少的基金投资者持有这些基金份额(1982 年,它们的总资产只有 18 亿美元,只占整个股票型基金总资产的 3%)。在任何情况下,尽管他们过去业绩很好,但是没有人能够确定他们在将来还会很好,天晓得这些经理会不会离职、退休或者只是去享受过去的荣耀。如今,购买那 4 只还对投资者开放的冠军基金是否意味着未来的高收益呢? 对于精明的投资者来说,这似乎是个违背常识的决策。

基金经理的妥协

很少有证据支持这样的论断,即存在一个有待发现的圣杯,指引我们能够根据基金过去的表现预先选出超过标准普尔 500 指数收益的基金。

共同基金业对这个现实的默认,现在至少被一个基金公之于众。摩根斯坦利添惠管理着1 600亿美元的附费和免佣基金,在 1998 年中期发布了题为"共同基金的风险和收益持续"的报告。该报告在考察了 1987~1997 年两个连续 5 年时期共 660 只股票型基金的总收益后,认为:"在第一个时期总收益位于最高四分位组的基金,在第二个时期只有 28%还会留在该组,有 51%的依然保持在前两个四分位组。需要提醒的是,这个数字与'随机'的结果(50%在前 330 名,50%在后 330 名)十分相似。从而证明了顶级基金业绩的不可重复性。"

尽管基金收益是随机的,但是基金的风险却具有很强的持续性。在第一个时期高风险组的基金有 63%在第二个时期还是在高风险组,这个数字是随机预期结果 25%的 2.5 倍。同样,第一个时期低风险组的基金有 55%在第二个时期仍然处于该组,是随机期望值的 2 倍多。

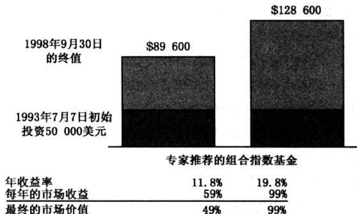
将随机的收益和持续的波动结合起来,结论便十分明显:过去的风险调整收益比绝对收益本身更具有预测力。注意到"标准普尔 500 指数的风险调整收益在两个时期都处于最高组别"。既然"过去的风险调整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益对未来收益更具有预测力”，所以摩根斯坦利推断标准普尔 500 将来还会给我们带来高收益。这个结论强烈地呼应了我的论断，对此我并不奇怪，但让我吃惊不已的是它竟然出自一个重要的共同基金管理机构。

由投资顾问选择基金——又一次失望

接下来，我们来考察推荐共同基金的投资顾问的公开记录。从 1993 年 7 月 7 日起，《纽约时报》(*The New York Times*)选取 5 名资深投资顾问选择和监督股票型基金组合，并在过去的 5 年中，每季都披露他们的业绩。在此期间，以先锋 500 指数基金作为比较的标准，这些基金组合没有一个能赶得上它的表现。投资顾问推荐的基金的平均年收益是 11.8%，只有市场收益的 59%，而指数基金则可达到 99%(见图 9.1)。尽管一些投资顾问选择的股票收益基金比指数本身的风险更低(波动较少)，但在 1998 年第 3 季度，指数下跌的幅度只有投资顾问推荐的股票型基金的 85%。



	专家推荐的组合	指数基金
年收益率	11.8%	19.8%
每年的市场收益	59%	99%
最终的市场价值	49%	99%

图 9.1 专家观点：五位投资顾问，50 000 美元初始投资

无论如何，在 5 年的时期内专家所挑选的基金只提供了市场收益的 59%是令人震惊的失败，因为普通的基金都能获得市场收益的 70%。更糟糕的是，一旦考虑整个期间的资本积累，投资顾问推荐的投资组合平均只获得了标准普尔 500 指数的 49%，而指数基金则获得了 99%的累积收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益。看来，即使由专家来选择赢家基金也是极富挑战的。

《赫尔伯特金融文摘》也研究过投资顾问在长期选择基金组合的成功率。它指出，对整整10年59个投资顾问的跟踪研究发现，投资顾问推荐的基金组合的平均收益是7.9%，只占了市场收益13.7%的58%，几乎与前面得出的59%完全相同。只有8个投资顾问推荐的基金获得了超过市场的回报。有趣的是，这非常接近自1982年中期以来，有1/6的共同基金能超过市场收益的事实。无论好坏，在牛市时代，许多投资顾问推荐的组合要远比股票市场本身更加保守。但平均来说，他们承担的风险与市场风险一致。既然风险一样而收益又远低于平均水平，风险调整后的收益（夏普比）就只有市场风险调整收益的42%，只有3个投资顾问的风险调整收益高于市场指数。总之，一系列的证据表明，专家选择赢家基金的能力不仅是负面的，而且比直观感觉的结果更差。

“基金中的基金”的收益——再次失望

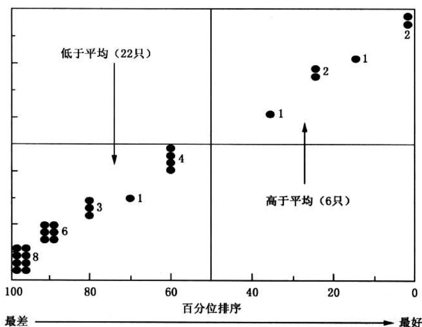
第三个业界的检验基于基金中的基金——投资其他基金的基金——的实际业绩。这些基金的收益十分可怜，不仅落后于市场的收益——我们知道5/6的基金都是这样，而且还远远低于同种风格的其他基金的平均收益，因为它们另外又增加了一层成本。例如在截至1998年6月30日的一年中，在14只投资于大盘混合型基金（价值型和增长型）的“基金的基金”中，有4只排名在第96到第100分位组（绝对靠后），有5只排在第90到第95分位组。这类基金的翘楚（如果这是合适的词语）排名在第65分位组，落后于其所投资的基金收益的2/3。总共93只“基金中的基金”获得的收益，相当于随机选取一只基金所获得的收益再扣除额外1%的成本，与投资风格相同、平均排名在第68分位组的基金相当。

我仅仅给出一年期的比较是因为“基金中的基金”都活不长。在过去的10年中，一开始只有9只“基金中的基金”，它们的业绩更加糟糕，收益要比对应的股票型基金低69%。但在扣除唯一1只没有加收额外费用的基金后（它超过了对应基金72%的收益），排名急速下滑，只排在第75分位组中。这样的结果当然不好，但却很熟悉，很显然又再次证实了上面一年期的分析结果。更坏的是，管理型“基金中的基金”频繁变动它们持有的基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金组合，平均换手率达到每年 80%，这种短视行为注定要断送它们的长期收益。高换手率和高成本的结合，再加上两层额外的成本——来自于高换手率和额外营运成本——注定了它的失败。

因为 1 年期数据的无常性，而 10 年期的数据又不多，也许最好的选择就是 3 年的数据。在过去的 3 年中有 35 只"基金中的基金"，包括 11 只大、中、小盘的股票型基金，4 只国际股票型基金，16 只平衡(混合)型基金，4 只债券型基金。平均而言，它们位于第 66 分位组，接近前面 1 年期和 10 年期的分析结果。它们的平均收益是 15.5%，比同类基金平均低 2.4 个百分点。平均的费率是 1.3%(扣除没有额外费用的基金后是 1.7%)，占了收益差距的一半以上，显然，专家管理并没有足够的选择基金的能力来抵消其服务带来的成本。图 9.2 给出了收取额外费用的 28 只"基金中的基金"的百分位数排序，这清楚地表明昂贵的"基金中的基金"并没有能力来选择成功的基金，这是一个输家的游戏。



* 不包括 7 只不收取额外费用的基金中的基金

图 9.2 基金中的基金——相对于同行的总收益*
(1995 年 6 月～1998 年 6 月)

更糟糕的是，维持第 66 分位组的期望是很难实现的。这些"基金中的

世界资本经典译丛 The World Classics of Investment

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金"的平均费率是1.7%(大约有1/4是2%或者更多),再加上它们所投资的基金的总成本(平均是2%),持有人承担的总成本将近4%。假设基金经理只选择了一般的基金,再扣除这么多的成本后,就只能排在第75分位组左右。任何情况下,相信负担如此沉重的基金会超过市场收益都是异想天开的。然而,"基金中的基金"却日益繁荣,从1995年6月以来,又产生了70只这样的基金,总数超过了120只。但是它们的收益记录很难说明这是一个有价值的游戏。[1]

补充说明

在结束这一节之前,我想强调一个重要的区别:是否增加额外的成本。只要增加了这样的成本,它们优于一般基金的概率就减少。但是没有此类成本的"基金中的基金"(数量很少)则没有这种缺陷。收益记录的确显示了这种不同。尽管带有额外成本的"基金中的基金"在过去的5年中,超过了32%的可比的共同基金,但是没有额外成本的"基金中的基金"却超过了79%的可比的基金。

投资者要想持有"基金中的基金"应该首先注意:(1)没有额外成本;(2)这些基金投资于低成本的基金;(3)没有认购费。这类基金也可能提供有竞争力的收益率,就像它们在过去5年中的那样,收益超过了其他基金的均值。

"我能够召唤地狱的幽灵"

在《亨利四世》(*Henry IV*)的第一幕,莎士比亚给我们描述了格伦道尔(Glendower)的大话,"我能召唤地狱的幽灵"。霍茨勃(Hotspur)回应说:"是啊,谁不会召唤,问题是它们会应召而来吗?"当我们在评价共

[1] 告诉大家一则趣事,独立的投资顾问罗伯特·马克曼(Robert Markman)总是反对指数基金,1995年他创建了自己的"基金中的基金"。我和他赌25美元,基于标准普尔500的指数基金比他的多基金的适度增长组合要好,而他则指望他的组合能在接下来的五年中战胜标准普尔500指数。三年半过去后,结果如下:先锋500指数基金增值124%,他的组合增值58%。结果要到2000年4月1日才能尘埃落定,所以我还没有赢。但是,在接下来的一年半中,如果标准普尔500指数每年的收益达到6%,马克曼的组合每年的收益就必须达到34%才能最终胜出。这对"基金中的基金"来说,绝对是一个非同寻常的挑战。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同基金过去业绩的时候，这是一个很好的问题。任何职业分析师——或任何依靠《晨星共同基金》纸上谈兵的投资者——都能够在困境中召唤过去表现最好——曾经胜过同行并接近市场指数的收益——的共同基金，这是很容易的。

困难在于现在召唤的共同基金能否在未来胜出。即使能找出昨天很优秀的基金，但是大量的统计证据表明它们明天很难重复自己的优势。投资者总是相信他们能够提前选择战胜市场指数的基金，有这种期望是可以理解的。一些基金能够在连续几个时期中超过市场，这似乎无可争议地证明了管理上的优势会一直存在。但实则不然。到长期优势应该出现的时候，共同基金超凡的业绩就会遇到金融市场上的永恒法则——均值回复——的抵触。

下一章将详细讨论，均值回复是金融物理学的第一定律。即便过去业绩最好的基金，从长期来看，也有一个强烈的趋势回复到平均总收益，因此就会有低于均值水平的净收益。一旦有超凡业绩的共同基金开始吸引投资者大量的现金流，从而抑制基金寻找超额收益的能力之时，就会加强这种趋势。投资管理行业就像选择基金经理一样，很容易出错、高度紧张而且要求很高，尤其是对那些有大量额外成本的基金更是如此。当然，从地狱中召唤幽灵——要求最好的基金重复他们过去的成功，比他们能够做到这一点要简单得多。

没有圣杯——学术界和业界的证据

无论学术研究（许多对未来收益预测的检验，因为有缺陷而未能出版），还是有着最佳长期业绩的基金令人失望的记录；不论投资顾问选择基金的能力，还是“基金中的基金”的业绩记录都已证明，要想选择将来具有优秀业绩的共同基金是非常困难的。基金投资者提前发现具有超额业绩基金的圣杯似乎是不可能的。

现在我们对业绩的评估是从相对的角度，用复杂的手段将收益分解到各个因子之上，在此之前，那些长期具有良好业绩的积极管理型基金无疑是人们心目中的圣地。近年来，以前这些被当作圣杯的基金越来越受到指



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数基金超常业绩及其逐渐增加的接受度的威胁。因此，在基金业或明或暗地上演了一场反击战。要是有一只基金能够在长期中赶上市场业绩就好了，积极的基金发行者就可以说服投资者，放弃传统的买入并持有的策略，通过不断换手的机会主义行动来获得优势。可以确定，这种说法并没有考虑这样的一个现实，即使一些投资者可以通过精明的选择基金来战胜市场，但是投资者作为一个整体一定会输给市场的，少掉的其实就是成本的那部分。这个事实尽管残酷，但却岿然不动。

简言之，投资者长期持有管理型共同基金的传统策略并不能给他们提供超过市场收益的圣杯，更别说短期了。现在这种不断转换基金的流行风也不能提供这样的圣杯。指数策略从定义上来看，必定低于市场收益，但是只会低一点点。真正的圣杯在于：充分分散化投资组合，尽可能接近100%的市场收益。基金经理战胜股票市场的概率依然很低，而且从长期来看，就算那些赢了市场的人，也不会赢得太多。

毕竟基金经理只是在高度有效市场上运作的凡人而已。用来暗中对付指数化的不断换手的策略，正误导投资者可以靠计谋来战胜市场，这种虚假的策略虽然时髦，但肯定（我很慎重地选择这个词语）是输家的游戏。有种观点认为“基金中的基金”有可能会赶上长期持有指数基金的策略，但是这要建立在不扣除一般共同基金 2%的成本以及 1.7%的额外成本的基础之上。大量过去业绩的记录有力地证实了上述基本结论的有效性。

对于面临指数基金挑战的基金经理们来说，最有效的回应不是痴人妄想—— 一直想赶上市场收益，但却从来都没有达到过，而是常识。基金经理必须将费用降到公平的水平，回归到传统的长期投资哲学，将其所管理基金的资产水平控制在与其战略和目标相适应的水平。这些改变将会使得积极管理型基金相对于消极管理的指数基金更加具有竞争力。总体来看，基金经理竞争力增加所迈出的任何一小步都将是共同基金持有人的一大步。投资者至上的黄金法则是我们寻找圣杯的最优路线。如果基金业不践行这条黄金法则，那么低成本的指数基金将一直会成为给投资者提供最优回报的圣杯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三部分 投资业绩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者最终关心的是自己的投资业绩如何。个人投资者已经普遍认同的一条投资原则就是——均值回复，这是金融市场一条永恒不变的定律，同样也是我们投资生活中的现实写照。我的分析表明，不论是单只基金，还是不同投资风格的基金或者是整个股票市场的业绩本身，它们的超额收益终将回复到某种形式的长期平均水平，而这条定律却被基金业界忽略了。那些非常大的共同基金，一旦他们的业绩回复到均值水平，就很难东山再起。基金业规模不断增长所产生的问题，使基金业绩的问题变得更加复杂。由于规模原因，许多大的基金信奉“投资相对主义”，即他们的投资组合越来越仿效流行的市场元素，尽管收益更加稳定，但却以损害卓越为代价。这是一个治疗失败的成本高昂的处方。

共同基金在评价业绩的时候，经常会忽略税收的影响，但是投资者却不能忽略。绝大多数基金，对投资者的纳税要求熟视无睹，持续从事大量速成式的组合交易，给投资者——甚至对那些持有递延税账户的投资者——带来额外的税收负担，却没有明显对应的收益。针对税收问题，我提出了一些解决方案，包括重新修订基金当前的投资政策，设计新的基金满足应税投资者的需要。本部分的最后一章将讨论时间对长期投资业绩的重要性，这个时间维度与投资的三个空间维度——增加收益、降低风险、放大成本的作用——相互影响，所得出的结论完全符合常识。当我们回到第一部分开始的长期投资主题之时，我们现在可以更全面地考虑共同基金投资者面临的三个主要的挑战，即投资策略、投资选择和投资业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章　均值回复

——华尔街上的牛顿定律

乍一看，均值回复的原则了无新意，事实也的确如此。这条来自学术界的理论原则在实际金融市场上是完全适用的，股票型共同基金的相对收益、整个股票市场的相对收益以及长期普通股总体的绝对收益都证明了这个定律。均值回复(RTM)代表了金融市场上的某种“万有引力定律”，通常收益会很神奇地回到某种均值水平。万有引力定律在金融市场上的这种应用也许可以看作是伊萨克·牛顿爵士的理论在华尔街的应用。

许多投资者会选择共同基金作为自己投资对象的一部分或者全部。不论基金在不在你的投资组合中，你都要仔细考虑自己的财力和风险承受能力，据此来决定资产在固定收益投资和股票上的配置。如果你遵从这个现时代强大而很少遭到挑战的准则——从长期来看普通股在主要的资产类别中收益最高，你就应该主要投资于股票型基金。

如果是这样，聪明的投资者应该如何来选择共同基金呢？首先我不会去做的是：主要靠推动共同基金业发展至今的市场机制夸大的、有关共同基金罕见的过去业绩而做出投资决策。忽略这些信息可能会更好。历史的教训——在前几章我一直试图使大家信服——深刻地告诉我们：长期来看，充分分散化的股票投资组合也是一种商品，它的收益率可以很接近但总是低于股票市场整体的收益。

等你积累财富到一定时间，假如 10 年或者 50 年，基金每年的总收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率将和市场的总收益率很接近。我很小心地使用“总收益”，是因为大多数共同基金的超额成本——包括完全披露(常常被忽略)的直接成本(花在营运、营销、投资顾问以及基金经理上的)加上基金组合交易的隐性成本，使得长期净收益要比市场收益每年低 1.5%～2.5%。这种年收益的差距，如果放到长期来看，会造成最终资本累积的重大差异。

让明星基金回归现实

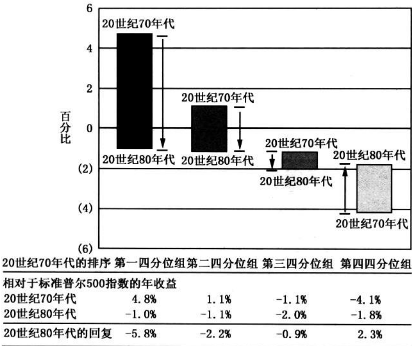
在短期比如一年，许多共同基金尤其是小盘进取型基金能够且确实可以违背这个可能性。在较长的时期比如 10 年中，约有 1/5 的基金也能做到。但是在很长的时期，高收益基金的业绩有强烈下滑的趋势，而低收益的基金不可避免地会向均值攀升，事实的确如此(实际上，收益最低的基金因为成本一直很高，阻碍了业绩的上升，仍然停留在最底层)。的确，基金围绕着市场收益上升或下降的幅度与其先前高于或低于市场收益的幅度呈等比例变化。在长期的共同基金收益中，向市场均值的回复是决定共同基金长期收益最主要的因素。

以过去两个完整的 10 年期为例，基金的收益在 20 世纪 70 年代相当一般，而在 20 世纪 80 年代异常高(后文将会提到，这也是一种均值回复)。在具体分析中，我采用成长—收益混合型基金和成长型基金，这些基金包括一些著名的大盘基金，其风险水平和标准普尔 500 指数差不多。

图 10.1 表明 20 世纪 70 年代，相对标准普尔 500 指数的基金业绩按四分位组的排序在 20 世纪 80 年代是如何向市场均值回复的。比如，最高收益组别的基金在 20 世纪 70 年代比指数高了 4.8%，但是在 20 世纪 80 年代却比市场均值低了 1.0%，即相对于指数向下回复了 5.8%。同样，最低收益组别的基金在 20 世纪 70 年代比指数低了 4.1%，但是在 20 世纪 80 年代只比市场均值低 1.8%，向上回复了 2.3%(注意到，在第二和第三组别的收益变化不大，这是因为其收益在前 10 年中就非常接近于市场均值)。

这种状态的可靠性也是非常惊人的：最高收益组别的 34 只基金中就有 33 只基金在 20 世纪 80 年代向市场均值回复，业绩优良的基金有 2/3 在后来低于市场指数。值得一提的是，那只例外的基金在 20 世纪 80 年代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



20世纪70年代的排序	第一四分位组	第二四分位组	第三四分位组	第四四分位组
相对于标准普尔500指数的年收益				
20世纪70年代	4.8%	1.1%	-1.1%	-4.1%
20世纪80年代	-1.0%	-1.1%	-2.0%	-1.8%
20世纪80年代的回复	-5.8%	-2.2%	-0.9%	2.3%

图 10.1　相对于市场指数的基金年化收益

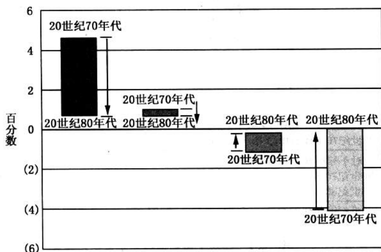
每年的超额收益是 11%。然而，它在 20 世纪 90 年代上演了迄今为止最经典的均值回复案例，在 90 年代只和市场的收益差不多，相当于 11%的均值回复，在过去的 4 年中，它每年比市场收益低 5.6%。有时，均值回复现象的发现是需要耐心的。

由于只是理论的分析，一旦考虑营运成本和交易成本，标准普尔 500 指数不仅是一个很苛刻的指标，而且也难以实现（它有很强的大盘股偏差）。即使选取波动特征与指数差不多的大盘股基金，组合中这些股票的比重还是偏小。即便这样，在那两个 10 年中——因为只包含在该段时间里存活下来的基金，所以有明显的生存偏差——结论也没有太大的差别。在第一个 10 年，这些基金实际上只超过指数 0.1%，在第二个 10 年中却是下降了 1.5%。

无论如何，为了增强说服力，我拿相同的基金在不同时期的收益进行相互比较。图 10.2 表明，在每个四分位组，共同基金都会回复到本组而不是指数的均值水平。因此，均值回复再次起了作用，最高组别的基金失去了前面 4.7%优势中的 3.9%，34 只基金中有 30 只发生了均值回复。最低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益组别中的基金向上回复了4.1%，正好补偿了前10年的损失，有33只基金提高了相对业绩，只有1只例外。均值回复有力地证明了根据过去的业绩评价基金是徒劳无效的。图10.1和图10.2表示的含义是完全一致的，只不过将回复的标准从市场均值改到基金均值。均值回复原则不受任何影响。



20世纪70年代的排序	第一四分位组	二四分位组	第三四分位组	第四四分位组
相对于平均数的年收益				
20世纪70年代	4.6%	0.9%	-1.2%	-4.1%
20世纪80年代	0.7%	0.6%	-0.3%	0.0%
20世纪80年代的回复	-3.9%	-0.3%	+0.9%	+4.1%

图10.2 相对于组内平均的基金年化收益率

为了强化分析，我们用过去20年的记录，重复上述检验，比较1987～1997年与1977～1987年，收益最高的四分位组从前10年高于市场指数5.1%到低于市场指数1.8%，向市场均值回复了6.9%，所有44只基金都向均值回复，其中35只甚至低于市场均值。在最低的四分位组中，许多基金在20年中的超额成本阻碍了收益的上升，在44只基金中有22只提高了相对收益，这些基金的平均收益实际上稍微有点下降，从低于指数3.7%到低于3.8%，实际上并没有回复。这其实是由两只因持续失败而臭名昭著的基金所引起的，它们一直以来业绩都很差，比市场收益要低29%（如果没有这两只基金，均值回复将会使最低组别由低于指数3.2个百分点回复到低于指数2.6个百分点）。

我们也使用1977～1987年和1987～1997年这两个时期基金平均收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益率而不是指数平均收益率来加以检验。一旦考虑了基金成本，结果便惊人地相似。在最高四分位组中，44 只基金中有 41 只基金是向下回复的。在最低四分位组中，44 只基金中有 40 只基金向上回复。平均来说，最高组别向下回复了 4.3%；最低组别的基金尽管受高成本的影响，但也向上回复了 3.2%；很显然，不论在哪个时期以及我们所采用的标准如何，共同基金收益中均值回复的一般规则都是成立的，也是持续的、高度可预测的和普遍的。

共同基金的发起人以为，大多数投资者还没有意识到，今天业绩最好的基金，明天很有可能将会是股票市场上的平庸之辈，和其竞争对手的平均水平差不多。实际上，尽管有以上那些令人信服的证据，但是基金的广告商还是在兜售那些业绩最好的基金。基金管理者十分清楚今天的成功是昙花一现，但是只要有人相信魔法，巫婆就会叫卖她们特制的万灵药，形成高成本但没有收益的投资决策，它符合昨天的事实，但不是明天的事实。

到目前为止，还没有研究提出相反的结论：几乎没有长期的赢家（通常是，在早期资产规模还很小和持有人还很少时，可以获得超额的收益率）能够被提前选中。收获未来的丰厚回报也许是一个比播撒过去超凡收益的种子更好的方式。现在我们转到均值回复的第二种类型，也是伊萨克·牛顿爵士的理论应用于华尔街的第二个方面。

万有引力和股票市场的板块

大盘成长型和价值型基金在扣除成本前，能够提供相当于股票市场的短期收益。但是在长期，因为有成本存在，一般会落后于市场。那么，投资者为了获得长期超额收益，是不是一定要投资于股票市场某几个业绩比较好的板块呢？但是，没有一个持久的系统性偏差支持某个特定的板块。即使时间长，均值回复也会使得每个部门风水轮流转，只不过可能每个部门持续的时间不一样而已。

让我们来看四对例子：(1)成长型股票与价值型股票；(2)蓝筹股与低价股；(3)大盘股与小盘股；(4)美国股票与国际股票。所有这些例子都表明，在每一个板块，均值回复都是起作用的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长股与价值股

首先来考察成长型股票（一般来说，指收益增长率、市盈率和市价/账面价值比率高于平均水平的股票）和价值型股票（以上指标都低于平均水平，但是收益率却高于平均水平）。在研究中，我考察了 60 年的成长型基金（明确宣布以增长为目标并有高于平均的波动率）和价值型基金（追求增长和收益，波动率低于平均水平）。[1]

近年来，传统的投资理念认为价值投资哲学优于成长型投资哲学，这个信念之所以能够成为主流，可能是因为很少有人真正研究过历史记录。然而，如图 10.3 所示，从长期来看，均值回复起了重要的作用。在早期，成长型投资策略完全占支配地位，在 1937～1968 年间是明显的赢家。在那段时期末，投资于价值型股票所获得的收益只有成长型股票的 62%。价值型股票在 1976 年左右的时候开始有了巨大转机，几乎全部弥补了早期收益的不足（近年的历史表明，在 60 年中只用了 8 年就创造了价值型股票的神话）。然后成长型股票在 1977～1980 年又开始占据优势，而 1981～1997 年是价值型股票业绩突出的时期（这是均值回复在发挥作用吗？——1998 年成长型股票又开始崭露头角了）。

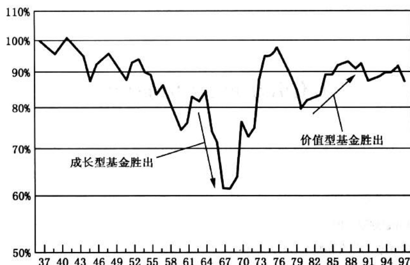


图 10.3　成长型基金与价值型基金（1937～1997）

[1] 1968 年才有这两类基金的公开披露的行业标准，在此之前的年份，我主要依靠通过取样来进行区分，重点考察它们的目标、组合以及年收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这整个周期性波动的 60 年时间中，投资于价值型股票上的最终收益相当于投资在成长型股票上的 90%。整个 60 年的时间中，成长型股票的复利总收益率是 11.7%，而价值型股票的复利总收益率是 11.5%，差别微乎其微。我们可以称之为平局，这是均值回复的另一个证明。

蓝筹股与低价股

市场板块均值回复的第二个例子是蓝筹股和低价股。蓝筹股由标准普尔公司于 1926 年筛选发布，但在过去的 10 年中并未受到投资者的关注。图 10.4 表明，这两种股票的波动周期明显要比成长型和价值型股票的波动周期要短得多，过去 40 年的趋势足以说明这个问题。低价股在 1962～1968 年这 6 年间，享受了盛宴，但紧接着就是蓝筹股的反弹，直到 1974 年，低价股又经历了 6 年的低迷。

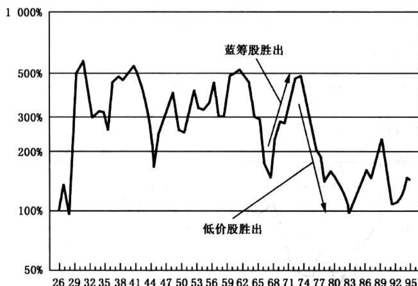


图 10.4 蓝筹股与低价股(1925～1997)

持续不断的轮回就好像在验证圣经中 7 年循环的预言，低价股下一个繁荣期持续了 9 年，直到 1983 年，接着是 7 年的低迷，直到 1990 年，然后又是一次小的反弹，直到 1992 年。总的来说，在这 70 年的时间中，投资于蓝筹股的收益相当于投资于低价股收益的 1.4 倍，就像在 1927 年末的时候一样，那是蓝筹股辉煌的一年。即使包括个别年度的误差，蓝筹股的收益也达到 6.7%，而低价股的收益是 6.2%(两种情况下，都排除了股利)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是不管怎么说，均值回复在图中已经显露无遗。

大盘股与小盘股

现在来考察第三个板块。一个看起来好像是牢不可破的投资神话，就是小盘股的收益会超过大盘股的收益。一旦准备接受这种观点，其倡导者就会用非常容易理解的语言来解释："小盘股的风险更大，因此，收益必须要高。"这种说法听起来好像很有逻辑。但实际上，如图10.5所示，小盘股的高收益也是间歇性的。从1925～1964年这39年间，小盘股和大盘股的收益率是相同的。在接下来的4年中，小盘股的收益是大盘股收益的2倍多，但是在后面的5年中，其优势却丧失殆尽。到1973年的时候，小盘股和大盘股的收益在近半个世纪的时间中是差不多的。小股票收益高的名声主要是在1973年到1983年这10年间建立起来的。接下来，均值回复又第5次开始起作用，用英国诗人托马斯·富勒(Thomas Fuller)1650年的诗来比喻，这是大盘股黎明前最黑暗的时候，因为从1983年以后太阳已经升起照耀着大盘股了。

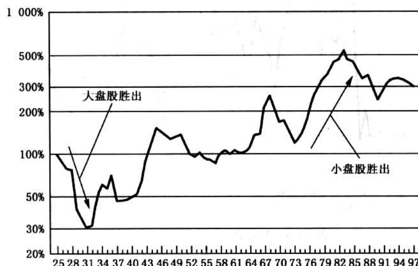


图 10.5 大盘股与小盘股(1925～1977)

平均来说在整个期间，小盘股的复利年收益率是12.7%，而大盘股是11.0%。这一差异导致小盘股的终值是大盘股的3倍，如图10.5所示。但是，在一个10年期之内，我不能肯定小盘股一定会比大盘股收益高(1998年大盘股的雷霆万钧之势，表明不加分析地接受小盘股比大盘股优

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

秀的理论是不明智的)。如果没有小盘股在 1973 年到 1983 年短暂的上扬(这仅仅是 7 个 10 年期中的一个),大盘股的收益其实会更高。如果排除这个时期,大盘股的年收益率是 11.1%,小盘股是 10.4%。无论如何,大盘股和小盘股之间的关系,就算不受均值回复规律的完全控制,也会受到市场万有引力的影响。

美国股与国际股

对于美国股票与国际股票,我们没有像第一个板块那样丰富的编年史数据来加以比较。我所有可以得到的数据,只涵盖过去的 38 年。图 10.6 为我的论点提供了有力的证据。比较标准普尔 500 指数和摩根斯坦利资本国际欧澳远东指数,为了便于反映美国投资者最终的收益,我们以美元来计价。从图中可以看出,这两者之间的波动很频繁,但在前 24 年(到 1984 年),EAFE 指数收益要高一些,为 9.7%,而标准普尔 500 指数的收益为 8.4%。

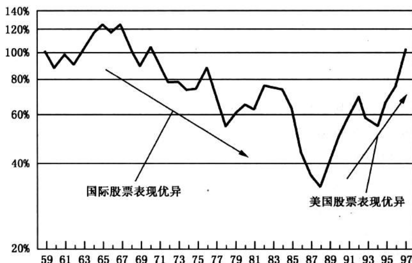


图 10.6　美国股与国际股(1959～1997)

然后,EAFE 指数开始爆发,在 1984～1988 年这 4 年中,超过美国股票收益的 2 倍多。在接下来的 9 年中,美国股票全面反击,彻底压倒了 EAFE 的势头。在所分析的整个时期,美国股票和国际股票的复利收益一样,都为 11.5%,每 1 美元投资在美国股票和国际股票上的收益相等。从长期来看,均值回归在全球股票市场上的作用也得到了证明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回到牛顿定律

尽管可能没有伊萨克·牛顿爵士那样精确，我也已经阐述了万有市场引力法则的惊人力量。他发现的万有引力被誉为 17 世纪科学革命的巅峰。可以肯定的一点是，分散化的股票型基金和股票市场板块中所表现出来的均值回复的应用价值在这个黯淡的世纪很难成为巅峰。实际上，牛顿第三定律“每个力都有着大小相等而方向相反的反作用”[1]也许更加适合解读金融市场的现实。虽然均值回复有时可能要几十年才会发生作用，但它是一个历史客观存在的原则，即使再聪明的投资者，一旦忽略它就可能带来很大的风险。因为它将持续存在，我总是将投资押在均值回复定律上。

也让普通股回归现实



均值回复涉及的第三个重要领域就是：普通股的长期收益。与股票型共同基金和股票市场板块不同的是，均值回复在这里体现的是绝对收益而非相对收益。在两个多世纪的时间中，以 25 年时间为一个周期滚动，美国股票市场的实际收益（扣除通货膨胀）表现出了明显的均值回复现象，其收益围绕 6.7%的基准上下波动。如图 10.7 所示，收益的波幅很小，收益率低于 4%的只有 5 个时期。

总之，在各个 25 年的期间中，实际收益有 93%的时间保持在大约 4%～10%之间，这是非常稳定的，均值回复在股票市场也起着作用。在各个 25 年期（约占大多数投资者一半的投资期）年化收益率的标准差就是在均值的水平上加减 2%。公平地说，在 10 年的时间中，标准差是 4.4%；在 50 年的时间中，标准差只有 1%。时间的长短确实会导致显著的差别。

长期收益很一致的根本原因在于基本面：公司股利和公司盈利增长。我们可以测量从 1871 年至今这两个因素对股票收益的影响程度。自 1871 年以来，真实公司盈余增长率加上股利收入，再按 25 年移动平均后，得到

［1］ 据记载，伊萨克爵士的方程是：重力等于重力常数乘以两个物体的相对质量，再除以它们之间距离的平方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

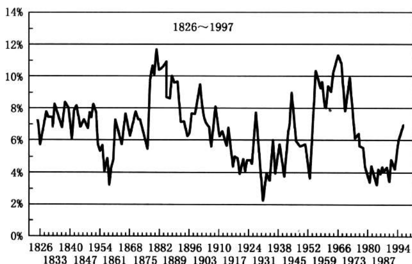


图 10.7　25 年滚动平均的股票真实收益

股票的基本面收益是 6.7%。这个数字正好等于真实的股票市场实际收益，这意味着在长期内投机是中性的。这两个收益在长达 127 年的时间中正好相等，也证明了金融市场的长期理性。

回到凯恩斯

在短期内，投机因素导致了股票收益的非理性，股票市场的非理性可以用市盈率这个短期但很重要的指标来测度。按照凯恩斯的术语，用投资来描述基于公司盈余和股利的基本面收益，用投机来描述股票价格的第二个决定因素：投资者愿意为每一美元公司利润所支付的价格。如果基本面因素对股票收益的影响主要在长期，那么投机因素对股票收益的影响就体现在短期。而投机是暂时的、变化无常的。长期来看，投资者平均愿意为 1 美元支付 14 美元的价格。如果他们乐观一点，或许就愿意支付 21 美元，单这一个因素，就会使股票价格上升 50%。一旦感到悲观，投资者只愿意付 7 美元，股票价格将会下降 50%。实际上，对 1 美元盈余的定价变化将创造出有力的杠杆，但这并不会永远持续下去，甚至在整个投资期间都不一定能够持续。

即使在长达 25 年的时间中，收益的波动更多地受投机因素而不是基本面因素的神秘影响，但它终将减弱，股利收益和盈余增长率将主导着股票的收益。图 10.8 显示了自 1871 年以来（直到此时，才有了可靠的盈余

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和股利的资料)两者的差异。在从 1871 年开始的 102 个滚动的 25 年中，有 88 个 25 年期的真实收益率落在基本面收益率上下 2%的范围以内。值得注意的是，这里看起来有 6 个波浪，每个大约持续 15 年的时间，在投机的作用下，从波峰到波谷，或者从波谷到波峰。我在图 10.8 中画出了这 6 个波浪，它们代表着 3 次壮观的均值回复。

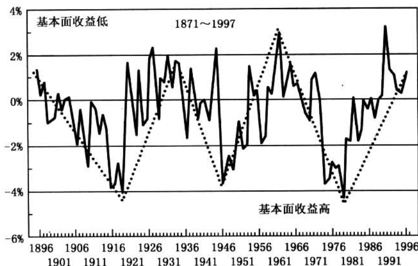


图 10.8 实际的股票市场真实收益与 25 年滚动平均的基本面收益

为了分析基本面收益和实际收益之间的差异，比较一下在两个不同的氛围下投资和投机的作用(见表 10.1)。在两种情况下，我用的都是名义的而不是实际的股票市场收益。当投资者从悲观走向乐观的时候，例如从 1942 年到 1967 年，12.8%的基本面收益已经不错了，还要再加上 2.6%的

表 10.1　　滚动的 25 年期股票名义收益

	悲观转向乐观的 1942～1967 年	乐观转向悲观的 1958～1983 年
1. 基本面因素		
A. 股息收入	6.0%	3.2%
B. 利润增长	+6.8%	+6.5%
基本面收益总和	12.8%	9.7%
2. 投机因素	+2.6%	−1.9%
3. 总的市场收益	15.4%	7.8%



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投机收益。这个额外收益代表了 1 美元利润在市场上的价格从 9.5 美元涨到 18.1 美元，上涨了 95%，使得股票总收益达到 15.4%。另一方面，当由乐观转向悲观的时候，例如从 1958 年到 1983 年，1 美元盈余的市场估价从 19.10 美元降到 11.80 美元，降低了 40%，在整个 25 的时间中，基本面收益从 9.70%下降到 7.80%，平均每年下降 1.90%。如今 1 美元盈余的价格是 27 美元，我想未来肯定会下降的。

我之所以讨论基本面因素对于股票收益的决定性作用，是因为想强调资本主义经济和竞争已形成了长期收益增长 4%(名义收益为 6%)的历史限制。如今困惑美国股票市场并推动其走向辉煌的是这样一种说法，即盈余增长已经上升到了一个新的、很高的水平了。实际上，在过去 15 年中，实际收益达到 12.6%，几乎是长期平均水平的 2 倍。在 1816 年以来的 182 个 15 年期中，类似的情况只有 9 次——甚至比那 9 次还要高。即使在未来的 10 年中实际收益只有 3%，那么在这 25 年的时间中，收益也达到了 8.6%，仍然会超过长期 6.7%的平均水平。但是自 1982 年以来，股票市场收益如此之高，引发了这样一个重要的疑问：基本面收益对于股票收益的约束是否已经不存在了，美国已进入了一个公司利润的新纪元？当今的关键问题是：美国的股票市场会回复到一个新的、更高水平的均值吗？

一个新的、更高水平的均值

在 1997 年中期，牛市创了新高，摩根斯坦利添惠的投资策略报告的头条就是“回复到一个新的、更高水平的均值吗”[1]。该报告开头就说“随着美国股票丰厚回报的日积月累，你一定想知道，在这个疯狂的年代，历史收益是 6%～7%是否已经过时，会不会向上矫正”。报告采取了中立态度，“股票的黄金时代不会永远持续……但是股票均值可能会比以前稍微高一点，繁荣之后紧接着衰退的规律是不会变化的”。报告最后认为，新的股票市场平均真实收益将会在“7%～8%之间，但低于今天牛市所反映的 10%。这 10 年牛市带来的 12%的实际收益肯定不会持续。长期中，收益将会回复到新的均值水平”。

如果新的股票收益均值真的是 7%～8%，就像这份报告说的一样，股

[1] Barton Biggs, “A New, Higher Mean to Revert To?” Morgan Stanley (February 24, 1997).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票也已经被高估了20%(相对于基本面的溢价)。在这样的估值环境下，下一阶段股票的实际收益估计将会在3%～5%之间。在这个水平上，股票将会面临来自债券的激烈竞争。债券现在的名义收益率大约是5.25%，在未来10年中的实际收益将会在3.5%～4%之间，并且风险很低。

因为市场预测本身比较冒险，而且人们不可能连续两次都正确地选择了投资时机(在高点时卖出，低点时买进，是不太可能的获胜策略)，未来股票收益较差的可能性或概率应该会促进对投资目标的慎重思考，而不是冒险的投资行为。

克服引力的投资行为

均值回复的学术研究——也就是历史统计数据——表明均值回复是一直有效的，它几乎表现在投资的每个方面：在单只共同基金相对收益方面、在不同股票市场板块相对业绩方面、在决定长期股票绝对收益水平方面都表现出均值回复的特征，即便是期望均值的水平可能会比过去稍微高一点。如果你在理论上接受这一点，那么它对实务投资意味着什么？这些历史数据将使你和家人怎样把握住积累资本的最佳机会？

如第三章所述，适当地进行资产分散配置会有好处。如今金融市场的风险比以往更高，但是我绝对不认为应该抛弃股票。例如，在退休金计划中，为了平衡潜在的风险和收益，我建议持有70%的股票和30%的债券，如果在退休前有更长的时间(15～40年)，更倾向于追求收益和容忍风险，我的建议就是持有更多的股票(90%对10%)。对那些更保守、投资期限更短(1～15年)、积攒的资本相对较少的投资者，我建议股票比例要更低一点，或许为35/65。没有人知道未来金融市场的收益是多少。平衡策略在几个世纪中都一直有效，并不是因为提供了最高的收益(显然没有)，而是因为它提供的长期收益比较稳定，并且没有增加额外的短期风险，这样的结果还是可以接受的。

说到这里，对于未来市场收益来说，均值回复对股票投资策略有什么指导意义呢？既然均值回复在所有市场板块(如成长型股票、价值型股票、大盘股、小盘股、美国股票和国际股票)中都存在，大多数投资者都应该拥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有广泛代表美国股票市场各个板块的股票型基金，其中大盘股的权重应该最高。投资者如果认为可以通过选择（或者赋予更高的权重）不同投资风格和投资策略的基金来获得超额的收益，应该当心这样做的风险。对于那些认为历史总是给出错误指导（凡事总要冒险）的人来说，同样要冒的风险就是：决定哪些因素在未来有助于获得超额收益。例如，大盘股和小盘股在未来的10年或者20年中并没有实现均值回复，那么投资者就必须要猜测哪一个更有可能提供高收益。正是出于这个原因，无论是从理论还是实际的角度，我都偏好跟踪整个美国股票市场的指数基金。它们的投资组合极其分散，包含大盘、中盘和小盘等各类股票，这些基金将最终会对股票市场均值回复做出最佳反应。

决定拥有全市场的指数基金也可以解决基金选择的问题，为什么要回避历史事实，通过选择单只共同基金指望正好挑中一个大赢家呢？单只基金也要受到均值回复的影响，指数基金将所有股票作为整体，是对股票市场最可靠的参与，而且它已经在过去证明了自己的价值。尽管我偏好于整个市场的基金，但是标准普尔500指数基金无疑也是可以接受的，这个大盘指数基金甚至在短期也占了美国股票市场75%的权重，不可能大规模偏离整个市场，均值回复表明它的长期收益接近整个市场的长期收益。因为成本很低，两个指数基金中的任何一个都能给投资者提供最好的获利机会，并且尽可能接近市场收益的100%。

皇冠上的明珠

在投资的新时代，谚语"皇冠上的明珠"——家庭最有价值的资产——有了新的含义。投资者希望得到的东西远比钻石、红宝石和蓝宝石更加重要，他们希望积累足够的资本来达到自己的理财目标。过上舒适而独立的退休生活是大多数投资者的主要目标。到退休的时候，家里最具价值的资产——皇冠上的明珠，就是退休金计划的资本价值。税收递延计划是极有价值的珠宝，因为税收递延加上低成本的投资是投资者军火库中长期最具价值的武器。但是受到《国内税收法》的限制，你必须要将多余的钱投到个人退休金账户、401(k)或者403(b)之类的储蓄计划中。

用均值回复、常规投资的数学计算、平衡投资策略，再结合复利、递延

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

税收和低成本武装起来的投资计划，也会受到伊萨克·牛顿爵士的赞同。就像众所周知苹果会落到地面一样，高收益的共同基金和股票市场比较疯狂的板块也会落到均值水平。只要有足够的时间，在股票市场最具生产力的时代获得的收益，也会回落到正常的水平。牛顿的万有引力定理，适用于各种金融市场上的均值回复，应该有助于你深思熟虑地制定明智的投资决策，然后再用简单的常识来执行它，这就是积累大部分退休金的最好方式。金融市场均值回复的有力证据不仅在学术研究中被发觉，而且在实务界中也存在。因此，当你积累资本的时候，千万要从运用这一概念中受益。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章 投资相对主义

——幸福还是痛苦

与金融市场上任何时候都不一样，现在对投资成功的要求主要围绕在短期的相对业绩上。我们已经进入了所谓的“投资相对主义时代”。所有的注意力都放在对比上面，这已经变成了投资者日常生活中的一部分，就像股票市场每天在波动一样。“我的投资组合相对于标准普尔 500 指数的收益如何?”我们是幸福还是痛苦取决于如何对此做出回答。

大约在 150 年前，身无分文但巧舌如簧的密考伯先生[MiCawber，查尔斯・狄更斯(Charles Dickens)的名著《大卫・科波菲尔》(*David Copperfield*)中的人物]根据下列公式来定义幸福和痛苦：“年收入 20 英镑，年支出 19.6 英镑，结果是幸福；年收入 20 英镑，年支出 20.6 英镑，结果是痛苦。”

太多的基金经理和投资者现在看上去根据一种新的密考伯公式来运作：“市场收益 17.8%，自己收益 18.3%，结果会很幸福；市场收益 17.8%，自己收益 13.2%，结果会很痛苦。”

最后一组收益实际上是过去 15 年中，国内股票型共同基金平均的收益相对于股票市场(用标准普尔 500 指数来测度)的差距：17.8%对 13.2%。4.6%的差距说明了大多数股票型基金经理应该为职业的不良业绩表现而沮丧，当然他们个人的收入会很高。但是，在这个红火的大牛市中，绝大多数基金投资者在认清“本该是什么”而不是“是什么”之前很少会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

感到沮丧。

如果问题只是简单的"专业投资顾问在过去 15 年中战胜市场了吗"，答案非常清楚，大多数投资顾问是不会战胜市场的。实际上，从基本数学和逻辑的角度来看，大多数投资顾问在长期中是不会战胜市场的。他们不仅应该向基金持有人和潜在的投资者坦白地披露他们每年和长期中已经实现的绝对收益，还要拿这些回报率与在长期中基金经理和投资者都能接受的标准相对比（尽管在 1994 年证券交易委员会就已经要求在基金投资报告中披露此类比较性的信息，但通常此类信息总是深深隐没在各种文本中）。

一个神通广大的"魔鬼"

但是，当这个变化几乎没有向投资者披露的时候，基金经理可能已经决定将目标从长期转向短期。实际上，各种媒体报道、对业绩敏感的机构投资者以及追求短期基金业绩的个人投资者都过于关注基金的季度业绩。投资顾问会针对客户的心理投其所好。业绩几乎总是和单一的标准——一个无处不在的"魔鬼"（bogey，在苏格兰语中表示妖精的意思），即标准普尔 500 指数[1]——进行对比。令人好奇的是，在市场显著下跌的时候，我们经常看到人们每周甚至每天都在比较收益，但在市场强劲复苏的时候则很难见到。原因在于：根据定义，市场指数在所有时期都是 100%投资的，基金经理们只有等到（其实无济于事）市场下跌的时候才可以证明他们的现金储备有显著的保护作用。道一琼斯 30 种工业股票平均指数是我们测度每天股市波动的基本指标，而用市值加权的标准普尔 500 指数是我们进行长期业绩对比的指标。

如今，养老基金经理皱着眉头定期与投资顾问讨论季度业绩的比较。个人投资者在每个季度也会收到数据，要么通过电脑上的实时数据，要么通过第二天早晨的报纸。如此短视的情形对于收益是极为不利的。

〔1〕 我必须承认，很讽刺的是"bogle"（作者的姓——译者注）是人们最早知道的魔鬼，在苏格兰文学中已有1 500年的历史。几年前，我被称为"贝塔 · 鲍格尔（Beta Bogle），那个数字魔鬼"。考虑到我在创建第一只指数基金中的作用，积极的经理们完全有可能将我和妖怪归为一类。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种大规模的基金收益对比信息只是在近期才大量涌现。事实上，在1950～1965年的时候，全国证券交易商协会(NASD)的政策是禁止共同基金发起人公布“总收益率”的，更别说要做任何对比了。但是到20世纪70年代初的时候，原来那些禁酒的人也开始酗酒了，到90年代初期的时候，说他们嗜酒如命都不为过。

今天无处不在的与标准普尔进行对比的行为真的重要吗？在这个传媒技术非常发达的时代，这种对比要么受到了海量信息的蛊惑，要么是要满足那些自命不凡的机构客户频繁寻求变换投资顾问的需要。共同基金的投资者只关心短期的赢家，基金的过度市场营销也会造成这种情况。不论什么原因，相对投资业绩——投资相对论，已成为一种风尚。

基金经理们仍然应该采用业绩作为标准，但是必须要注意两个问题：一是基金经理们经常只采用一个标准，而不顾投资者的目标；另一个就是业绩衡量的问题，绝大多数衡量标准都基于极短期的投资回报率，而远远没有适当地采取长期投资回报率作为业绩衡量的基础。我们不禁要问：这有用吗？

尽管标准普尔500指数在过去的5年中获得了巨大的成功——因此许多近似的指数基金也获得了很好的业绩，但是大盘之树并没有参天，报应可能就在前面(认为大盘股注定会获得长久优势的投资者，当然认为低成本的标准普尔500指数基金能给他们带来很好的收益)。但是在长期中，如果基金经理们用标准普尔500指数来衡量投资组合收益，只想着每个季度能够战胜市场就是幸福的，否则就是痛苦的，那么投资者的利益将会受到损害。宣传册中最常见的是“标准普尔技术股票，占指数价值的14%，在我的组合中占21%；通用电气在指数中占3%，在我的组合中占1.2%”，诸如此类。基金经理们的工作主要在于试图矫正这种错配。很明显，这种做法无异于以基准代替了判断。投资组合经理们不是在分析和判断的基础上进行投资，而是根据市场标准，小心翼翼地改变组合中的权重，使之比市场基准略高或略低。既然没有管理天才，隐含的一个问题就是“我的赌注(这是最常见的说法)对吗？我是不是应该让我的组合更加接近于市场组合呢？”许多基金经理和投资者都将这种赌博资本主义认为是投资，而赌博——甚至是赌不会输的可能性——可能是用来描述对无管理和相对不会改变的市场指数过度依赖的投资策略的最佳用词。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近似指数化的兴起

极端来看，常常有这样的情形："我认为可口可乐公司股票的估值过高了，但是万一它还一直往上涨，我将买入 1.5%的头寸，这要比标准普尔 500 指数中 2%的比例要低，因此，当可口可乐回归到真实价值，即开始下滑的时候，我的组合将会比指数具有更好的防御性。"

这种哲学不是正好与职业投资管理相对？这难道不是神经紧张的基金经理为了保住饭碗采取的措施吗？这难道不是销售部掌控投资部的结果吗？在每种情形下，答案都是肯定的。

我认为这种近似的指数化策略要比大多数投资者意识到的更加普遍。但是不管它深入到投资组合内部还是仅仅停留在表面，我都没有在基金招募说明书上看见相关的披露(一少部分针对某个市场指数具有明确增值目标的定量型基金经常披露他们的投资策略)。平心而论，这种策略主要适用于投资大盘股的基金经理。当标准普尔 500 指数中最大的 10 只股票占了接近指数 20%的时候，近似的指数化策略是一个相对简单的过程。近似的指数化策略无法深入到小盘股领域，即使在罗素 2500 小盘股指数中，最大的 10 只股票只占 2.4%的比例。但实际情况是，大盘股在金融市场中占主导地位，标准普尔 500 指数的 500 只成分股占整个美国股票市场市值的 75%。大盘为主的策略占了所有股票型基金资产的 75%左右，在机构的资产中甚至占有更高的比例。

近似指数化策略可能对股票收益有重要的影响，我从没有将原因归结为种种影响股票价格因素中的任何一个。但看起来十分巧合，从 1996 年到 1998 年中期这段时间，在市场规模中占主导的蓝筹股的最大收益属于那些共同基金持股比例相对较小的股票。在标准普尔 500 中，最大的 5 只股票是共同基金持有最少的，它们的年收益在 50%左右，而其他的 495 只股票的平均年收益大约是 24%。换句话说，朗讯科技和微软如此之大，使得巨大的基金业也只能拥有很小的一个比例，但正是它们引导着市场潮流。

积极的经理们热衷于与消极的标准普尔 500 指数竞争，能够导致那些他们持有量很少的股票价格的上升吗？能够使得标准普尔 500 指数在过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

去3年里的收益超过了95%的股票型基金，形成指数战胜基金的最辉煌的历史吗？难道是基金经理为了使自己投资组合的收益在每个季度中不至于严重低于市场指数，所以故意将自己的组合变得更像指数了吗？如果是这样的话，难道正是基金经理们为自己的不良业绩播下了种子吗？奇怪的事情已经发生了。

投资相对主义的最高目标是避免出现相对于标准普尔500指数较差的短期业绩，而不是获得长期的超额业绩。这个行业如果有机会出现另一个彼得·林奇或者沃伦·巴菲特，那么这样的机会正在很快消失。因为在20世纪80年代中期，定量科学已经被用于评价共同基金的业绩，相对主义已经变成了衡量业绩度量体系的基础。贝塔（由基金相对于标准普尔500指数的价格波动来衡量的风险）和阿尔法（基金相对于标准普尔500指数的风险调整后的收益率）已经进入了我们的词典。同样我们也有了夏普比，用来测度基金相对于国库券的超额收益与基金风险（标准差）的比率——请勿与选股夏普比混为一谈，那是用来衡量相对于基准（常用我们邪恶的朋友，即标准普尔500指数来代表）的超额收益的信息比率——这些专业投资者曾经都不关心的公式，现在甚至连个人投资者在喝咖啡、鸡尾酒会上都会谈论。我并不认为关心这种简单的数学公式对基金经理、他们的客户甚至是市场本身都有好处，但事实上近似指数化的策略所到之处，已经一望无际，随着基金业资产的增加，它们一定会加速增长。

"如果它看起来像鸭子……"

如果主要考虑大盘基金，相对于标准普尔500指数，许多大盘基金都效仿指数，几乎就是仿指数基金。这些基金与指数的接近程度，还没有使人彻底放弃战胜指数的希望，基金经理有时会不由自主地偏离标准普尔500指数而去关注行业或单只股票的权重，但这是否成为投资政策（如果不加披露的话），却不十分清楚。但投资者也可以利用一些证据来判断一只基金是否属于仿指数基金（上面这些证据很容易从《晨星共同基金》中找到）。

1. 资产规模：当大盘基金增长到很庞大的时候，它们在投资政策上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就会不太灵活，投资组合主要集中在大盘股上。

2. 投资组合构成：投资80%甚至更大比例在大盘股上的基金，其行业权重与指数非常近似。

3. 单只股票的持有情况：例如，在持有最多的25只股票中，有15只以上属于指数中权重最大的25只股票。

4. 相关性：R^2 的统计量在0.95以上。这意味着基金收益的95%是由指数决定的。

为了各种各样的意图和目的成为近似指数基金，管理层肯定会坚决否决这个事实。一个特大型基金公司的执行官这样说过："一个基金经理不拥有微软公司的股票(它现在是标准普尔500指数中最大的股票)是可以的，但是我不允许任何人轻率简单地做出这个决定。"可以理解为："当这只股票上升时，经理们最好有个好的理由解释为什么不去持有它。"类似的表述还有："我们持有的指数成分股还不到一半"，但却没有揭示其市值占了整个组合的80%。经理们的谎言可能没有古老的谚语有用："如果它看起来像只鸭子，而且走路和叫起来都像，那么这就是一只鸭子。"或者，至少有机会成为一只鸭子。

指数基金：是罪魁祸首吗

对于用指数进行比较和近似的指数化策略的不断兴起，基金经理采取防御性反应的最重要的理由就是指数基金本身。如果说标准普尔500指数是一个一般的竞争对手，那么指数基金就是个真正的罪魁祸首。曾经有一段时间，基金经理只是用这样简单的反驳来自保："是的，但是谁能够买得起整个市场呢？"后来更加老到一点的反应就是："没错，但指数只是理论上的，如果买的话成本会很大，因此，你是不可能与指数挂钩的。"但是当低成本的指数基金使得甚至是最小的投资者也可以购买整个市场的时候，它揭穿了所有的谎言和狡辩。但即使我在1975年就创办了第一只指数基金(也许"妖精"鲍格尔真的是数字魔鬼)，指数基金也只是在20世纪90年代后期才逐渐受到投资者的欢迎，并成长为一个强有力的竞争者。



在某种程度上，指数基金已经变成了一种投资选择，在共同基金业已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

占据了一席之地，是能够战胜市场上 3/4 的基金的最佳选择。对于市场整体来说，低成本地投资于高度分散化的股票组合——这是对指数基金简单但是很准确的描述—— 一定会在长期中战胜高成本基金的分散化组合。不容否认，在过去 15 年，标准普尔 500 指数有非常好的收益。因为占了整个市场规模的 75%，从长期来看，其收益应该和市场的收益持平。一只基于威尔逊 5000 指数的指数基金在短期和长期中都将和市场相近。无论如何，在指数基金市场上，占据主导地位的指数，正在由目前的标准普尔 500 向全市场指数转变。随着时间的推移，这个更加广泛的策略可能会成为指数机构投资者和指数基金投资者的首要选择。

投资者、分析师和媒体都使用各种市场分类指数来作为特定投资风格（譬如大盘价值型基金、小盘成长型基金等）基金的评价标准的时代就要来临了。就像我在第六章指出的那样，指数策略的优势就在于，它对所有市场规模类别和所有投资风格类别的基金都一样，结果，各种市场板块指数基金有可能在市场中各得其所，各种形式的指数化策略都将持续或者更多地获得投资者的青睐。

我们现在都是数量交易者

对基金经理来说更坏的消息是，另一种指数形式的竞争——定量投资——正在出现，我有信心确认这种投资方式必将会在投资领域站稳脚跟。数量分析技术和计算机的广泛使用，使得分析评价股票的传统证券管理过程正在逐渐被所谓定量投资所取代，定量投资依赖于数学公式、电脑程序来制定投资策略和选择投资组合的股票。据目前业界的估计，现今的定量基金大约管理了约1 000亿美元的资产，而且增长趋势十分强劲。

一些定量投资策略被认为是投资相对主义的最终形式，但不能与近似指数化的投资策略混为一谈。它们必须完全公开投资政策和策略，因此很难暗箱操作。其投资策略是严格的和可控制的，而不是随机和直观的，运行成本也低于一般的水平，因为运行一个电脑程序要比雇佣一支研究和管理团队的成本低得多。

有一种特别的策略称之为增强型指数化（enhanced indexing）策略，其公开目标就是要超过特定的市场指数，这种基金一直都会严格控制与指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益之间的波动(所谓的“跟踪误差”)。它们大多数会使用复杂的计算机模型选择分散化的股票组合，使得该组合与目标指数在行业特征、市盈率和市价/账面价值比率等方面非常一致。第一只这样的基金诞生于1986年，其运作成本远远低于行业平均水平，然而其收益比指数本身略微要好一点。可是在长期的资本积累中，这点微弱的优势却可以产生巨大的差别，超过任何一只指数基金(由于低成本)。然而，使其成名的这样一个严格的和对板块不敏感的策略，最终能否获得成功尚缺乏有力的证据。我猜想对那些虽然认识到指数化的价值，但又希望能够提前识别好的基金经理以获得超越市场的收益从而没有选择指数基金的投资者来说，这些策略是有吸引力的。如果定量基金与指数基金在成本差不多的条件下，能够提供超额收益，那么增强型指数化策略对于现状也许是一个巨大的挑战。

衡量基金经理——你的基金经理置身何处

面对来自指数基金和定量基金的竞争，传统的基金经理应该如何应对呢？基金持有人又当如何考虑呢？如果说近似指数基金的策略是错误的或者效果很差——我是这样认为的，那么什么才是正确的反应呢？投资顾问除了应该向投资者承认期望在长期中获得超过市场的收益，并以此为目标努力之外，还应该做什么呢？我们如何来评价投资顾问创造的价值是否能够补偿他们已经收取的费用呢？所有的评判标准没有必要是，也不应该是标准普尔500指数，虽然它显然适合混合了增长型和价值型的大盘基金。对于那些声称自己可以投资于任何产品的基金经理来说，全市场指数看起来更加合适，它们不应再被忽视了。



其他指数类型适于作为其他类型基金的标准，用不同的指数来测度不同风格或市值规模的基金已经成为我们生活中的一部分。小盘或中盘股的基金经理想要在长期中获得全市场指数的业绩是不现实的，这些基金的业绩就应该用其所参与的市场板块的指数来测量。考虑了大盘股和小盘股、成长型股票和价值型股票以及国际股票等适当比例的加权指数对于用这些指标来定义投资政策的基金是有意义的。例如，如果投资者选择的小盘股基金的业绩超过了所有同类基金，但低于整个市场的收益，责任在投资者；如果该小盘股基金在长期中超过了整个市场的收益，但低于同类基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金，责任在基金经理。

所有的投资者和基金经理都应该好好考虑基金资产中债券和现金储备的比重。股票指数（以及指数基金）很显然没有债券和现金，平衡型基金应该由股票、债券和现金储备混合的指数来加以衡量。如果股票型基金的投资顾问为了降低风险，持有5%～15%的现金储备，就应当用经过调整后的混合股票与现金的基准作为参照。

投资者应该明白，不可能根据市场时机来不断改变现金储备的头寸，这一点十分重要。实际上，共同基金业界现在持有现金储备头寸的方式是很有问题的，在市场低迷的时候现金准备很多，而市场高涨时期现金准备很少（自相矛盾的是，一些相信市场择时的人竟然把现金准备的多少看作是市场择时的指示器，他们相信这是一个可靠的反向指示器）。最重要的是，假定市场总体上升的话，投资者必须要明白不论现金储备是稳定的还是多变的，都要付出相应的代价。当然可以确定的是，现金储备会使基金的波动率有所下降。但是投资者必须要明白，我再次重申一下，在长期中波动率增加1%是没有意义的；而收益率变动1%才是极有价值的。我认为这两条原理之间的强烈对比应该会给投资者带来很大的启发。

“如果不能战胜对手，就加入对手”

在这个投资相对主义的时代，面临指数投资和定量投资的竞争，太多的基金经理是以最低效的方式作出了回应：近似的指数化策略。然而围绕一个指数的结构来形成不成熟和不公开披露的投资政策，无异于管理上的自杀。高成本、积极管理的传统基金最终将向低成本、消极管理的指数基金投降。不对外披露投资方针，甚至极力掩盖并非失败的主要原因。问题其实很简单，费用比指数基金（低成本指数基金的费率为每年0.2%）越高、投资组合换手率超过正常水平越多，则模仿的指数化就越有可能失败（低费率、低换手率以及完全投资于股票是指数基金优越性的标志）。简言之，如今积极的基金经理获胜的机会已经很小，如果基金经理们通过高费率、高投资组合换手率甚至持有一定的现金头寸来推行指数化策略，将注定会失败。而这些都要由共同基金投资者来承担。

相对主义意味着基金经理越来越像其对手：“如果你不能战胜对手，就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加入对手。"但是在长期中，保持与众不同给了基金经理一个获得市场超额收益的机会。因此，制定明显的差别化投资策略——并且严控费用和其他成本——来应对指数基金的挑战，总比站在那里凭空想像要好，正如密考伯先生所说"会有事情发生的"。

幸运的是，不是所有的基金经理都同意这个新相对主义。实际上，一些好的基金经理不以为然。最近，《货币》杂志上的一篇文章认为，投资相对主义是由"那些把短期业绩看成是吸引新投资者最好方法的干劲十足的销售人员"所引发的。[1] 一个顶级的投资组合策略家说过："那属于商务谈判中的营销策略，而不是信托责任的体现。"另一个投资组合经理则声称："相对投资是很荒唐的。"还有人干脆把它作为第 11 戒律："你不应该去做相对投资。"类似的表述还有："相对论对爱因斯坦是非常有用的，但是在投资中却一文不值。"

特立独行的基金经理(我希望有更多这样的人)应该向持有人清楚地表明他们的收益不会紧盯某个市场指数的季度收益，甚至是年度收益。他们也应该同样清楚地向持有人表明他们的期望是在长期中战胜市场(或者为什么不打算战胜市场，这也是个有意义的申明)。现在流行的短期比较仅仅是一种噪音—— 一种对基金经理和投资者都有害的不和谐因素。在这里，我借用威廉·莎士比亚的一句话来描述金融市场的短期噪音："傻瓜口中事，有声有色，却毫无意义。"

相对主义是过程战胜判断的胜利。我相信一些经理凭借智慧和经验的判断能够选出在长期经营中超过市场的投资组合，而且不会承担过多的风险。要想提前就找出这些基金经理是非常困难的，但是如果投资者选择那些具有个性、训练有素、经验丰富、机智过人，果断而不墨守成规(或者勇于破除迷信)、努力工作的职业经理，还是有获胜的机会的。清教徒的道德规范不全是坏的！重要的是，这些获胜的基金经理会将他们管理的资产规模限制在力所能及的范围内，然后在这些资产上运用他们的专业知识，他们不沉迷于积极地交易投资组合，而是认真分析股票，购买之后就会长期持有。

一些成功的基金经理并不会过多地关注短期相对风险，他们会将全部资产投资在股票上，换手率很低，就是为了获得由他们精挑细选的股票提

[1] Carla Fried, "Protect Your Profits," *Money*(November 1997), pp. 91—97.



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供的长期收益。与其盲目地依赖短期的标准，还不如根据自己的判断来坚持投资，在市场风险很大的时候，持有一定的现金准备也可以获得成功。这两种基金经理将会把成本控制在适当水平，合理地分配费用，以便最大限度地发挥人力资本优势和提高投资回报率，而不是在市场营销方面挥金如土，或者是提高基金公司管理层的收益而不是基金持有人的收益。在指数化策略、定量策略等日益深入人心并激烈竞争的环境中，成功的基金经理必须把服务于基金投资者的利益，作为首要的、最终的和唯一的目标。

狄更斯“回来了”

在查尔斯·狄更斯的另一部小说《双城记》(*A Tale of Two cities*)中，有这样一句名言：“这是最好的时代，也是最坏的时代。”在过去的16年中，我们见证了股票市场中最好的时期：空前的牛市给基金经理和基金投资者带来了无限的快乐和财富。但这也是最坏的时代(尽管现在还不能这样说)，因为对于基金的所有者来说，一旦意识到原本可以获得接近甚至超过市场的收益，将痛苦至极。在这个时代，投资相对主义显赫一时，而常识却被弃如敝屣。职业基金经理向持有人和客户承诺提供可观的长期收益，只不过是一句空话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章 资产规模

——成功是最大的失败



在短短20年的时间中，共同基金从一个行业小作坊变成金融巨人，美国股票型基金的规模整整上涨了82倍，由20年前的340亿美元上升到现在的2.8万亿美元。古人说“一好遮百丑”，用来描述现在的基金业是再贴切不过了。经过长达16年的大牛市之后，共同基金的投资者已经增加到20年前无法想像的程度。

但是，也有相反的一种说法就是：“成功是最大的失败。”共同基金的资产规模和交易量过大，伴随着其他方面的种种局限，导致了很严重的问题。如果说小即是美，那么共同基金就已经不再那么可爱了。

如今的基金业不仅在程度上，而且在种类上与10年前也是大不一样了。所以，过去不可能是一个前因。我们必须要改变看待基金的方式，以反映基金业的现实和将来的需要。共同基金相对于市场的业绩历史与共同基金未来的表现并没有很大的相关性。尽管共同基金在早期有很大的机会战胜市场，但是它们远远没有做到这一点。

越大就越好吗

共同基金现在持有2.5万亿美元的美国股票，控制了美国公司的21%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还多。1982 年初，就是牛市还没有开始的时候，美国股票的总价值是 1.3 万亿美元，其中共同基金持有 400 亿美元，仅占总值的 2.8%（如图 12.1）。竟然没有人注意到，后来基金持有的比例上升了 8 倍多，这一点非同寻常，而且持有比例还在上升。到 20 世纪末，将会有 1/4 的股票——如果加上共同基金经理管理的其他投资账户，则有 40%的股票——实际掌握在共同基金手上。

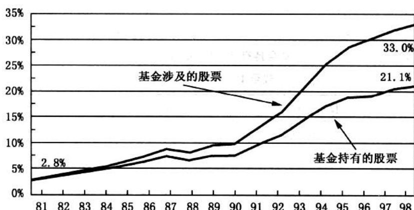


图 12.1　基金经理掌控的美国公司股票

在 1982 年，共同基金本身构成了这个行业的单一主体。很少有金融巨头直接向个人和机构提供资产管理服务。而如今，在 25 家最大的共同基金联合公司中，只有三家提供单纯的基金服务。基金公司相互之间或者与国内外其他机构，如银行、信托公司、保险公司和经纪公司（更不用说与铁路、玻璃制造、航空公司等）组成金融巨头的情况已经达到相当大的比例。

结果是，只看共同基金业所拥有的股票，会严重低估（大约 1/3）基金管理公司的投资能力和对市场的影响力。这些基金也管理着机构客户和有钱人的投资账户，目前估计其总资产价值 1.5 万亿美元，这样共同基金管理的股票价值达到了 4 万亿美元，是 12 万亿的美国股票市场总值的 33%。股票所有权的集中程度在美国金融史上前所未有，而且仍然在急速增长。

但在某种意义上，所有权并不是最重要的。从大多数共同基金所采取的激进而且高度积极的投资策略来看，其年度的投资组合换手率接近 90%，美国股票交易活动的一半甚至更大比例掌握在为数不多的机构手

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，因此，我们称这些基金为“市场”并不是很荒唐的事情。

这有什么含义呢？首先来考察基金持有单只股票的情况。表 12.1 是基金对美国市场上市值最大的前 10 家公司的持有情况。请注意股票持有比例的差异之大令人惊讶：可口可乐公司不到 5%，埃克森、通用电气、微软和英特尔公司在 6%～10%之间，默克公司接近 19%。比较一下，整个基金业占有全部股票的 21%，显然可以发现共同基金对这些业绩很好的股票持有比例过低，而正是这些股票主导了 1996～1998 年的牛市，并推动了指数基金的繁荣。

表 12.1　　基金持有的 10 只最大的股票

（截至 1998 年 6 月 30 日）

股票名称	被共同基金持有比例(%)
通用电气	9.8
微软	9.3
可口可乐	4.5
埃克森	6.5
默克	18.8
辉瑞	12.6
沃尔玛	12.7
英特尔	9.4
宝洁	8.3
百时美施贵宝	16.0



因为指数基金和指数组合持有了标准普尔 500 指数股票总值的 8%，也就是说，它们持有标准普尔 500 指数中每只大盘股的比例是 8%（假设投资组合持有每只股票的比例相同）。因此，这些大盘股的价格或许已经具有了向上攀升的动力，但并不是因为指数基金对股票的需求，而是因为积极的基金经理惧怕对大盘股持有不足而远远落后于指数基金所致。

在持有策略中，基金业确实存在对大盘股的偏见，反而倾向于中小盘股。表 12.2 表明，持有比例随着股票市值的下降而增加。与“平均的”21%相比，基金对市值超过 230 亿美元的 100 只股票的持有比例是 15%。随着市值的下降，这个比例不断上升。对第 300 位到第 600 位的股票持有比例是 21%，而对于第 901 位到第1 000位股票的持有比例是 36%，对于市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值小于5亿美元的剩下的6 300只股票的持有比例又恢复到21%，这种转变可能与微型股票的流动性有限有关。

表 12.2　　基金持有的股票市值

（截至1998年6月30日）

按照规模对股票分类	被股票基金持有比例(%)
1～100	14.8
101～200	18.7
201～300	20.2
301～400	20.9
401～500	21.0
501～600	21.7
601～700	23.6
701～800	25.4
801～900	29.2
901～1 000	35.7
1 001～7 300	21.6

共同基金业规模如此巨大的一个意义在于，在公司股权中的支配地位，意味着共同基金（及其相关的资产组合）在公司治理中可以运用“大棒政策”。基金业至今都奉行罗斯福总统的建议，即手中有“大棒”，说话就可以轻一些。但是，它们的同胞（即州和地方政府的养老基金）却没有表现出这样的克制。不过，公平地来说，正是由于基金拥有的所有权的潜在力量以及州和地方政府所有权不断增长的力量提醒美国公司应该向所有者负责，这引起了真正关注于为股东创造价值的一场革命。从这样一个不太合适的意义上来说，基金通过关注股东价值从而推动了美国公司在近年来的盈余增加，并从中受益。

基金业规模巨大的另一个意义在于，共同基金的投资者对股票市场的收益的影响越来越大。基金持有美国股票的比率在16年中从不到3%上升到21%，本身就意味着基金投资者推动了对股票的需求，从而有助于股票价格的上涨。但也正是这些投资者给市场流动性带来了新的风险。由于基金持有人在某种程度上的从众本性，给共同基金承诺的流动性带来了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很大的风险。这个明显的以及暗含的风险至今只是通过股票需求的增加表现出来过，但是我们不应该忽视，任何大规模的基金赎回行为都将引发市场下跌的压力，甚至有可能成为主导力量。

规模和基金投资收益

基金业控股权的最终意义，就是基金相对于市场的收益，这是我现在要重点分析的问题。我相信基金业的巨大规模可能会阻碍、实际上甚至会降低其作为一个整体可以提供超凡收益的可能性。如果共同基金规模的增加，通过提高公司价值，对股票收益有正面的影响，那么就对共同基金投资者的价值有负面的影响，这是自相矛盾的。简言之，至少可以想像，持有股票市场不足 3%的份额的共同基金至少还有可能超过市场本身的表现，而拥有 21%的股票市场份额的基金则很难想像可以战胜市场，如果这一比例达到 33%（包括基金及其相关的资产组合），再加上占据了市场一半的交易活动，任何人都不会相信它会战胜市场。在一个有效市场中，占有 1/3 的市场组合是不会战胜另外的 2/3 部分，就是因为太大了而不可能。

1975 年，我给先锋基金的董事们看了 1945 年到 1975 年间基金的收益数据，与标准普尔 500 指数相比，基金的收益平均每年要低 1.6%。到 1981 年的时候，这个数字变成了低 0.8%。之后，基金的业绩就落后得越来越多了，从 1981 年到 1998 年 6 月间平均每年低 3.7%（当然一部分原因是由于指数中的大盘股偏差所造成的）。毫无疑问，大部分是由共同基金费率和换手率增加所导致的成本引起的。

从基金业整体来看，尽管规模很大，但却为其所困。当初的健步如飞，现在已经变得老态龙钟了。无论有多远，基金业整体战胜任何适当加权的市场指数（例如，以类似于行业的比例包括大小盘股）的机会已经完全丧失殆尽了。

换句话说，股票型基金作为一个整体战胜市场的最后一个希望，就是最小化财务负担，正是财务负担使得战胜市场变得非常艰难。基金可以降低咨询费用、营销成本和支出费率；降低过度且高成本的组合换手率；减少长期现金持有，在有指数期货的时代，这一点很容易做到。但是，到目前为止还没有看到这样做的趋势。这些措施虽然实现的可能性不高，可一旦采

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用，将会提高基金收益，使得更多的基金经理有机会来建立自己的专业声誉，实现基金投资者的期望。但基金业作为一个整体，由于存在成本，还将会一直落后于市场，但其差距将会缩小。这样的变革有助于减小基金业与市场之间的收益差距，但由于如此巨大的基金规模，完全排除是不可能的。

实际规模才是真正的问题

共同基金行业所面临的问题也是大型基金所面临的问题，这些占主导地位的共同基金已经达到了巨大的规模。积极管理型的麦哲伦基金和先锋指数基金[1]是两只规模很大的基金，分别管理着 750 亿美元和 640 亿美元资产，都超过了 1983 年初所有股票型共同基金的资产总和。另外有 17 只基金的资产现在都超过了 200 亿美元，有 48 只基金的资产超过了 100 亿美元，控制了超过 1 万亿美元的股票。

当基金规模变大时会发生什么呢？看一下 5 只最大的积极管理型基金的经历，在 1978～1998 年间，它们的规模从 5 亿美元上升到了 370 亿美元，但是业绩却无一例外地不断下滑。图 12.2 给出了它们相对于标准普尔 500 指数的平均年收益率和相对于整个市场总市值的资产规模。我们对这个图形应当非常熟悉：显著的均值回复效应，同样的图形在第十章也出现过。虽然均值回复是金融市场上最流行的规则，但是也有可以持续长达 15 年或者更长时间的例外。从图 12.2 来看，巨大的规模使得这个规则由比较普遍变为完全成立。从 1978 年初到 1982 年末，这 5 只大基金的年收益超过标准普尔 500 指数达 10%之多。当规模相对较小的时候，它们取得了上佳的业绩（实际上就是它们的业绩助长了规模的增长），平均是 50 万美元的资产管理着价值 10 亿美元的股票。但是当规模变大以后，它们却失去了业绩上的优势。到 1994 年初的时候，价值 10 亿美元的股票对应的是 350 万美元的基金资产，这 5 家基金公司的业绩平均每年落后于标准普尔 500 指数 4%，甚至更多。换句话说，当积极管理的基金公司资产相对增加 7 倍之后，它们的年收益却净下降了 14%。规模的增加确实起了决定

〔1〕 指数基金没有特别的规模限制，持股比例与每家公司的市场份额完全一致，也不会积极地去交易股票，只是根据投资者申购或者赎回指数基金份额的现金流来同比例地购买或者卖出股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性的作用，先是向均值回复，然后就低于均值，十分显著。

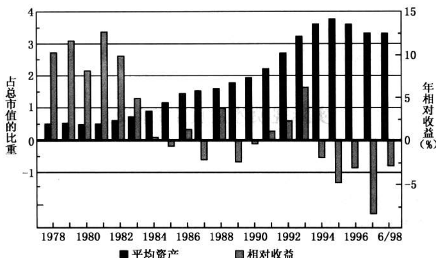


图 12.2 五只最大的股票型基金

测度基金的实际规模

我们暂时考虑一个一般公众几乎从来都没有考虑过的问题：基金规模该如何衡量？除了基金规模本身，测度单位应该是管理一只基金的组织的总资产。根据这个标准，一只大基金可能是其表面规模的 2 倍到 3 倍（或者更多）。在通常情况下，同一机构管理的其他基金（或者机构账户），在不违反公司对特定股票的持有比例、交易分配程序和不考虑市场流动性限制的前提下，持有同种股票会使得基金规模同比例放大。

举两个实例。一个是迄今为止世界上最大的积极管理的股票型基金，有 750 亿美元资产，在 1997 年终于向新持有人关闭了大门，在其资产规模达到 600 亿美元之前，还一直对成千上万的退休金投资者敞开大门，在其持有量最多的 5 只股票中，它拥有 4 000 万股。但是这个基金管理公司掌管的其他 10 家姐妹基金拥有这些股票将近 1.3 亿股。从某种程度上来讲，其他的基金使这个比率扩大了 2 倍，因此，我们可以说这只基金不是在资产规模为 600 亿的时候封闭的，而是有效资产达到 2 000 亿的时候封闭的。根据媒体报道，这种情况其实就是一种行业纪律。

另一个例子就是第二大积极管理的股票型基金，资产是 470 亿美元。加上两只姐妹基金（规模为 450 亿美元的第 4 大和规模为 100 亿美元的第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

32大的股票型基金），它们拥有的最大的5只股票占其拥有的所有股票市值的1/3。如果假设该比率能代表全部组合与该公司管理的其他基金和投资账户的关系，则该基金的有效规模在考虑所有的限制条件后是1 050亿美元。但是到现在为止，该基金家族中还没有一只基金（或账户）打算制止新的资金流入。

看起来很清楚，当基金规模很小的时候能够创造出很好的业绩，但是随着基金规模的增加，这种业绩上的优势却逐渐失去。也有很多的证据表明，当基金规模逐渐变大的时候，原本波动性大的基金变得不再那么容易波动了。但是在任何一种情况下，基金过去的业绩随着基金规模的增加后都将变得毫无意义。基金投资者至少应该意识到这种情形，因为这直接关系到基金促销材料中作为福音宣告的长期业绩的有效性、可靠性和相关性。"过去的业绩并不能保证未来的收益"是这个行业的习语，但对这种现象来说，却显得苍白无力。

规模为什么重要呢

过大的规模会妨碍超额业绩的实现，有三大主要原因：基金组合可选择的股票范围缩小；交易成本增加；投资组合管理变得越来越结构化、靠组织决策而更少依赖于个人的才干。

集中投资

规模的增加会使得投资机会的范围缩小，这一事实十分明显。在证券所有权关系上有许多法律和实际上的约束。为了确保分散化投资，基金经理不希望投资于一只股票的比例超过基金资产的3%。而当股票进行买卖时，占控股或主导地位的持有量将会限制市场的流动性。很少有基金希望持有上市公司流通股10%以上的股份。

把资产分散化和保持流动性这两个限制考虑在一起，就可以清楚地计算特定规模的基金可以持有的资产头寸了。例如，假定2%的最大持有量和10%的最大所有权关系，在1988年中期的时候，拥有10亿美元投资组合的经理有3 080只股票可选（见图12.3），但是如果资产上升到50亿美元，则可选的股票只有1 272只，下降了不止一半。当资产规模达到200亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元的时候，几乎下降了2/3，只有470只股票了。而如果流动性过低的风险引起的所有权限制为流通股的5%（业界在实际操作中，这一比例可能超过10%），那就只有257只股票了。净减少了原来股票数量的92%，这限制了投资组合的选择，其重要性可见一斑。

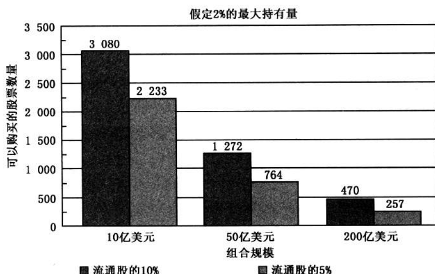


图 12.3　可供选择购买的股票范围

一只大基金的经理可以通过以更小的集中度持有更多的股票头寸，来在一定程度上摆脱由于规模所造成的限制（例如，最大的基金拥有483只股票）。但因此持有的每只股票的业绩对组合的业绩影响就很小。同样，基金经理也可以采用按照行业子集来构造组合的策略，例如互联网股票、调制解调器企业和电路板生产商等，而不是选择单只股票。但是实质仍然没有改变：庞大的基金资产规模将会极大地降低可供投资的股票范围。

更高的交易成本

第二个因素是投资组合的交易成本随着资产规模的增加而增加。作为一个普遍的规则，基金经理业绩很差可以通过以下这些话看出来，“股票交易的数额越大，对价格的影响越大”，而且“占一天（或者一周）交易量的比例越大，则对价格的影响越大”，再加上“完成一次交易越急促，则对价格的影响也越大”。因此，可以得到的一般的结论就是：(1)短期策略比长期策略成本更高。(2)动量交易比基于基本面的交易成本更高。(3)对信息敏感的交易行为比缺少信息的交易行为（如指数基金交易）成本更高。(4)以迅速执



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行为目标的积极交易行为比机会主义(反向操作)的交易行为成本更高。

关于交易成本,共同基金的规模并不是问题所在。巴菲特先生的伯克希尔·哈撒韦公司长期大量持有美国运通、迪斯尼、吉列公司股票的数量达到了整个共同基金行业持有量的一半,甚至他所持有的2亿股可口可乐股票几乎是其他所有共同基金持有的1.12亿股的两倍(可以看出基金业持有可口可乐的数量不足),但是并没有产生有关的交易成本的问题。为什么呢?因为他不是频繁地买卖。伯克希尔·哈撒韦公司的股票并没有很大的赎回压力,因此,他可以等到以自己满意的价格卖掉(也就是机会主义),如果他也匆忙地退出,他将毫无疑问也要接受很大的价格折价。但这根本就不是他的风格。

钱包变厚是超额投资收益的敌人

资产规模是所有握有巨额资本的投资机构所面临的共同问题。来自统计上的证据非常具有说服力,具有骄人业绩的优秀基金经理已经快绝种了。投资组合策略家彼得·伯恩斯坦在1998年一篇题为"哪里,在哪里,去年的400个顶级投资专家在哪里?"[1]的文章中给出了有力的证据,说明在过去的40年中最成功的投资经理(包括基金经理)的投资业绩在稳步下降。

他的统计研究得到了沃伦·巴菲特的积极回应,沃伦·巴菲特认为造成江郎才尽的原因是资产规模而不是日益激烈的竞争,他说,"我们现在和过去的业绩差距中大约有75%的部分是由于资产规模的原因造成的。我们已经知道随着管理的资产越来越大,可供选择的空间也就越来越小(他管理的伯克希尔·哈撒韦公司现在的资产已经达到了640亿美元)。很显然,与我们在资产规模较小时有10 000种股票可以选择对比起来,当只有100种股票可以选择的时候,我们的业绩当然会下降"。[2]

[1] Perter L. Bernstein, "Where, Oh Where, Are the 400 Hitters of Yesteryear?"*Economics and Portfolio Strategy*(April 15, 1998).

[2] Excerpted from Warren E. Buffett's letter to Peter L. Bernstein, *Economics and Portfolio Strategy*(June 1, 1998).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他这样描述组合的钱包变厚对业绩的影响："在整个 20 世纪 50 年代，当规模小于1 000万美元的时候，我的个人收益每年超过 60%，但按现在这样的规模，我每天做梦都想达到 300 个基点（每年比市场高 3%）。"

共同基金业面临与沃伦·巴菲特相同的规模问题至少已经 10 年了，但是巨大的基金公司却没有巴菲特先生描述"钱包变厚"所带来的挑战那样坦诚。不管我们接受与否，过大的资产累积已经成为获得超额业绩的障碍。

我只听说过一个共同基金经理详细考察了自己公司交易成本的影响，包括佣金、买卖差价、市场影响和机会成本等，而且他以惊人的勇气公布了研究的结论。他就是小约翰·C. 鲍格尔(John C. Bogle, Jr. ,)，是数值投资者公司(Numeric Investors)旗下三家共同基金的经理，他管理的所有账户都完全靠数量化运作并且换手率很高(要披露得更充分的话他是我的长子，显然，苹果落地后离树是不远的)。在检查了超过20 000次交易以后，他的成本是这样的：价值型股票的成本是交易金额的 0.6%；成长型小盘股的成本是交易金额的 1.8%；占日交易量 1/8 的股票的交易成本是交易金额的 0.5%，数量是两天交易量的股票交易成本占交易金额的 2.3%。他因此推断，随着买卖规模占市场交易量的比例加大，交易成本将会增大。他指出："这种影响对任何投资风格、基金规模和基金经理都是存在的。"他最近封闭了其管理的 3 只基金中的 2 只资产规模达到 1 亿美元的基金。这就是纪律。

普来克斯集团(Plexus Group)的数据代表了更一般的结论，一个投资经理的总的交易成本估计是交易额的 0.8%。如果基金每年的换手率是 50%(实际上，就是卖掉组合中一半的股票投资到其他股票上)，买卖总量等于基金的平均资产，那么基金的年收益就会减少 0.8 个百分点，或者说当年收益为 10%的时候就会减少 8%。如果换手率是 100%，其他因素保持不变，年收益就会下降 1.6%。这些隐含的交易成本，加上股票型基金平均 1.5%的费率，每年总的财务负担将会超过 3%，消耗了 10%的年收益的近 1/3。

我自己对整个基金业交易成本的估计要小于以上的数字，它取决于投资目标、投资风格、交易行为和基金规模。但是，交易成本与资产规模有直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接的联系这一观点应该是成立的。当资产规模相对于市场增加时，精明的基金经理，当然大多数基金经理都是很精明的，必须万分小心。基金经理必须要增加资产的价值，以超过越来越高的交易成本。如果他们不够精明——基金经理作为一个整体不可能每一个都会超过其他人——他们的收益将会被无管理的指数获得的无成本的收益远远抛在后面。这一证据显然表明了没有免费的午餐。

过程战胜判断

规模过大影响超额业绩的第三个原因虽然不太明显，但对基金经理的阻碍却是实际存在的。随着组织的扩张，单个经理的影响减小，制度化程序的影响增加。具有创新想法和果断决心的基金经理，在杂乱的办公桌前，在一群分析师和交易商的帮助下，以及在行政部门的鼓励下从事投资活动的现象将不再可能出现了。取而代之的是，大量的(至少 100 只或更多)家族基金，加上组织结构图、投资程序、批准和评估交易的委员会、文山会海、繁琐的法律监管文件、警示录音带、完全集中在“过程”(“谁在负责?”)而不是“判断”(“我们应该拥有什么股票?”)。曾经只集中心思投资的基金经理已经力不从心了。

《华尔街日报》专栏作家罗杰·鲁汶斯坦是少数意识到这种现象的专栏作家之一。他最近写道:“选择股票，就像写故事一样，是一次一个人的努力，最好由几个或者少数能够相互欣赏的人来完成。一小群基金经理通过组合选择能够超过市场，但一个大的组织无法使几十个基金经理都表现突出。品牌形象可以塑造，但是天分却不能，人才要比公司形象重要得多。”[1]

对基金经理的一好遮百丑

我的假设是“成功是最大的失败”，为了说明这一观点，我将给出基于常识和统计上的有力证据。我的推理并不是主观臆测。考虑目前的规模

[1] Roger Lowenstein, “Why Closing Fidelity’s Magellan Isn’t Enough,” *The Wall Street Journal*(September 4, 1997), p. C1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(看起来不太可能会退到10年前,甚至是5年前的规模)和增长率,由规模大而带来的问题只可能愈演愈烈。这难道不是很严重的一个问题吗(据我所知,没有人能提供相反的证据)? 没有一份金融杂志上有文章题为"资产规模:对基金投资者非常有好处",也没有一个个人理财的媒体建议"想获得超额收益,就和大基金公司站在一起",甚至在更低的标准上也没有人出来辩护说"大基金:击败指数最简单的方法",也许任何大的投资组合经理最常用的论调就是"规模并没有显著地限制我从事这项工作的能力"。但是,我不敢确认基金经理说这句话时是充满热情的、坦诚的、或者是诚实的。我认为基金规模(用沃伦·巴菲特的话来说,就是变厚的钱包)就是超额收益的敌人,这是毋庸置疑的。

为什么基金允许其规模膨胀,直到失控的程度呢? 因为对投资顾问来说,是"一好遮百丑";基金管理公司喜欢规模大,是因为它收取的咨询费用随着基金规模直线上升。资产规模越大、手续费越高。即使基金投资者的收益在下降,基金管理公司的业绩仍然会以一个稳定的比率上升,为什么呢? 因为是投资顾问而不是其服务的基金投资者,僭越了由此产生的规模经济的杠杆效应带来的好处。

基金业增长迅速,主要是因为美国投资者受到持续牛市的利好消息的激励,却养成了共同基金贪得无厌的口味。单个基金的联合体也以同样的速度在增长,他们的增长不仅被接受,而且还由于市场竞争的激烈而加速,这经常是以基金投资者的利益为代价的。主要的催化剂就是投资顾问,他们见钱眼开,通过使基金规模增加到一个使他们能够获得所有的东西但并不会受到任何损失的程度,在这个规模上,过去的收益不再重要,未来的收益却注定归于平庸,即在市场收益的基础上再扣除基金管理费和交易成本。



难圆之梦

共同基金的投资者应该要有所作为了,不仅要时刻关心共同基金业规模快速膨胀的问题,而且要在解决问题方面付诸行动。阿尔伯特·爱因斯坦说过:"任何聪明的傻瓜总是将事情变得更大,更复杂……这使天才们花费很大的精力和勇气来将其改正过来。"这也许是一个难以实现的梦想,但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是在实际中确实存在一些解决的方法，只要给予适当的激励，基金经理就可以遵守某些规则。如果有足够的投资者要求变革并且"用脚投票"，根据这些规则来选择基金，并将资金撤离忽视这些规则的基金，就会取得进步。以下是精明而负责任的基金经理应该遵守的一些规则：

1. 改变基金的策略而不是目标。长期策略发生了什么变化呢？基金投资组合的换手率从以前的低于 20%上升到了现在每年的 90%，无论这会带来其他的什么成就，反正它没有提高基金相对于市场的收益。实际上，反而是对基金收益起了毫无争议的负面影响。为什么花豹不改变它身上的斑点而回到从前呢(回到从前 15%的换手率就再好不过了)？我猜测的答案是：大多数基金经理宁愿成为短期交易者(如今的平均持有期大约是 1 年)，而不是长期投资者(如果平均持有期是 7 年，即换手率是 15%，就足够满足上述要求了)。

然而，现在这样的情形却有可能持续下去。首先是因为现在的这些新生代的投资组合经理们喜欢高换手率。也许他们天性进取，他们都非常聪明并受过良好的教育，他们急于运用自己的聪明才智，因此，交易就会比平常更加积极频繁。第二点，也许更重要的是，这一行业的基金经理们如果可以在短期内提供诱人的业绩的话，那么他们将会赚大钱。退场时再出手和购买并持有的投资策略已经不合时宜了。一只新基金积聚资产的方法就是创造一个业绩记录，然后通过媒体的报道来增加知名度，那样就会有大量现金流入，基金经理将会获得很多的咨询费和利润。没有人担心当规模变大的时候，基金的特性(及其业绩)一定会改变，看起来他们的态度好像是："我们只关心明天发生的事情。"

2. 停止向新投资者出售基金。当基金规模增长使得基金可选股票的范围变小，或者是基金积极买卖活动对价格的影响越来越大导致它不能再实行它的策略时，为什么不封闭该基金呢？至今，当规模问题已经到了非解决不可的时候，也只有 2%的基金对外封闭了，这还包括一些资产规模已经严重超过合适水平才封闭的基金。但是，大多数基金公司并不重视这个问题，因此其业绩下滑且其与众不同的特性也逐渐丧失，原先那些因为这些特性而购买基金的投资者的利益也遭到了损害。就像小约翰·C. 鲍格尔说的："在不断增长的收入面前，基金经理和受托人只关心自己的利益，而对投资者的利益熟视无睹。"

但悲哀的是，这种现状却有可能持续下去，这是因为基金规模与经理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的利益线性相关：基金越大，投资顾问的收益越高。这种动机似乎取代了任何向投资者提供最优收益所产生的利益。如果投资者和财务顾问采取公平措施解决这一问题后再投资，并且金融媒体意识到这个严重的问题，也许基金经理最终将被迫采取行动，在适当规模的时候封闭基金。

3. 让基金规模增长，但是要增加新的基金经理。当一只基金规模增长过大以至于不能执行原先策略而带来很多问题的时候，一个很明显的解决办法就是再增加一个新的基金经理，并把现存基金组合的一部分和未来的现金流量分配给这个新的公司（我之所以建议新成立一家公司，而不是简单引进经理人的原因，是因为那样不解决流动性问题）。然而，只有少数大型的基金组织已经使用了这种多经理的结构，分配 2～4 名外部管理者来监督现存的基金。如果这种制度安排下的隔离效果可以很好地运行，那么支付给外部投资顾问的咨询费将远远低于行业水平。这就产生了一个矛盾：为什么内部投资顾问的咨询费要高得多，而姐妹基金的外部投资顾问的咨询费只有很少的一部分（投资者可以向基金的管理层提出这个问题，我会洗耳恭听他们的答案）。

通过引进外部经理可以解决基金规模的问题，可以实现基金投资规模的扩大而不损失甚至提高投资效率。然而这个解决办法也产生了新的问题。新的投资顾问负责的基金增加价值的可能性大吗？牛市和熊市不可避免的交替难道不会使得两只基金相互抵消吗？当有 4 个甚至 6 个基金经理时，情况又会怎么样？这里明显存在边际收益递减规律，而且是从新增的第一位经理开始。我们不太能确定的是，在任何情况下，这种策略很少使用。

4. 降低基本的投资顾问费，但是增加激励。如果基金公司的目标是保持对基金经理的慷慨激励使之不要侵害投资者的利益，那么为什么不减少常规的费用来增加只有基金经理业绩超过匹配的市场指数水平时才支付的激励费用呢？举一个简单的例子：将咨询费用从 1%减少到 0.75%，并增加 0.25%的激励，但激励必须对称，如果基金失败，必须要收取罚金 0.25%，整个费用将会下跌至 0.5%。公平就会合理：干好工作就得好报酬，失败了当然要承担后果。更合理的是，不用市场指数的收益作为标准，而是市场指数再加上一定的超额收益，比如基金在前 5 年的平均超额收益。这才能产生投资者真正期望的收益，这样的一种结构的合理性是显而易见的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

唉，这两种激励措施除非是在基金持有人的强烈要求下，不然是不太可能执行的(尤其第二种)。基本的激励奖金在这个行业中本就不多见，现在变得越来越少了，7 000只基金中大概只有 100 只采取这种奖励方式。基金经理们都情愿得到点什么(高的咨询费)而不愿一无所获(只有表现好才能得到)。不管怎么讲，这一激励方法的出现是对现行基金业收费文化的一种挑战。

5. 推出规模适当、换手率很小和费率低廉的共同基金。我们已经有证据表明，交易成本和管理费用对于基金过去的收益有着重要的影响，基金业规模过大、费用过高使得目前一般的业绩标准在将来更难达到，难道一只低换手率和低成本的基金对投资者不是更好的选择吗？当然是的。但"长期投资"这个词看起来好像已经从大多数基金组合经理的词典中消失了，究其原因，部分是由于提前识别出有潜力的一流经理人是很困难的，另一部分原因是如今大多数基金经理过于积极而缺乏耐心。遵循这个逻辑，可以得出一个合理的结论，那就是指数基金尽管明显会给投资者带来超额收益，但给投资顾问带来的利润却大大减少了。

让梦想成真

实际情况是，至今为止很少有基金公司很认真地考虑过上述建议。投资组合换手率依然很高且没有下降的趋势，还有一些零散的证据说单位交易成本在上升。有非常少的基金被封闭了，而且其中大多数封闭得太迟，远远落后于增长的需要。外部管理人员的使用就像 10 克拉的钻石一样少见。特别是对于那些不断被创造出来的新基金，费率一直在上升。非常明显，激励费用不仅寥若晨星，而且正在被抛弃。基金的创新忽视了去创造具有成本效率和税收效率的基金(我将在下一章描述这种基金的一种结构)。解决巨大资产规模的挑战的最好方法就是指数基金，它获得很大的认可是因为储蓄机构和退休金计划的受托人需要它来满足公司员工的需要。作为5 000万个基金投资者中的一分子，应该团结起来，像大卫用石头打死巨人歌利亚一样，强迫基金管理公司注意资产规模的问题。

与初创的时候比起来，如今的共同基金业已经大有不同了：总量不同、在金融市场上的分量不同、投资限制条件不同、成本不同、对股市的影响不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同，而且其投资决策的制定和执行的方式也不相同。任何单个基金或者整个基金业，想要依靠历史的指引来获得未来的成就的希望都是渺茫的。

照目前的速度发展下去，用不了几年，共同基金经理就可以控制美国股票的 40%以及 3/4 的股票交易。为什么基金业不能直面资产规模问题呢？为什么我们不能承认基金资产规模的增长已经改变了大多数大基金，甚至整个基金业的特性呢？流动性问题、成本问题、税收问题都很重要，而规模问题能够导致共同基金的毁灭。即使对富有高超投资技巧的基金经理来说，挑战杰出业绩也变得更加艰难甚至不可能。如果基金不主动解决这些问题，就需要投资者的坚持，如果任由这些问题发展而不加解决，它们对于基金业绩和未来收益的影响将是深远的。

我要强调的是：没有基金公司可以免受这些问题的困扰，因此也就没有投资者可以幸免。投资公司和投资者一样，必须要有足够的智慧来面对不和谐的乐章。共同基金业的惊人成就本身就是“一好遮百丑”活生生的例子。但它也可能会为自己的对立面“成功是最大的失败”播下种子。投资者必须慎重考虑基金规模多方面的影响，不仅是为了自己投资的基金，也是为了他们所创立的整个基金行业的发展。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章 税收的影响

——视差的启示

通常，观点的一点改变会导致理解上的巨大偏差。由于存在视差，即两眼之间 2.25 英寸距离所放大视野的角度，使得我们可以看到事物的三维。我在第三章中已经说过，共同基金投资有四个维度，即收益、风险、成本和时间。我们一般仅从收益和风险的角度来考察投资，但是我相信加上成本作为第三维度可以更好地理解投资收益，尤其是共同基金的收益，因此我将视差的原理运用于共同基金。

当我们不仅考察实质性的营运成本和交易成本，而且还考虑税收成本的时候，成本的影响就被很好地放大了。税收对于基金收益的重大影响长期以来一直被人们忽略，基金经理也许认为他们可以不考虑税收的影响，但是基金所有者如果忽略它们的话，必将使自己的收益受损。目前共同基金投资组合账面的资本利得大约是7 000亿美元，这正是我们应该高度重视税收的影响的时候了。可以确定，投资者的目标并非简单的税收最小化，而是要获得最高的净收益。然而，很矛盾的是，关注税收成本，好像不仅不会减少，反而会提高税前收益。

在 16 年的牛市中，潜在的税收负担越来越重，现在正是把税收看作是共同基金投资成本方面重要因素的时候。到 1998 年 4 月 15 日，讨论投资者在 1997 年由于基金业实现的1 800亿美元资本利得负担的税收已经太迟了。尽管税收只是九牛一毛，但这个影响还是存在的。基金 1998 年确认并分配的资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利得必须披露1998年的应税收益,税金在1999年4月15日以前支付。

在这一点上要注意:高达7 000亿美元未确认税负的估计是一个极易变动的数字,它对股票市场的变动高度敏感。在市场下跌时,这些未确认的所得也会随之下降。比方说,如果市场下跌25%,则将会使行业所有潜在的净税负消失。但如果市场上升25%,则会使之翻倍。当你在基金投资中考察税收的影响时,一定要牢记这个高比例杠杆。同样要记住的是,已经确认但尚未分配的利得将会成为投资者的应税所得,即使基金业所有未确认的利润都被市场下跌侵蚀掉。不论市场怎样变化,大部分资本利得将在数年内最终分配给股东,因为大量未确认的账面利润不可能完全被消耗。

具有讽刺意味的是,共同基金业的高换手率策略加剧了税收的负担。当基金经理不断调整组合以期战胜市场的时候——通常都会遭遇失败,这种活动进一步加重了股东的税收负担:这种成本的增加使得绝大多数共同基金报告的(税前)收益与市场收益之间的实际差距加大。

早些时候,我曾说过,在直至1998年6月以前这16年的牛市中,股票型基金的平均收益率是16.5%,而整个股票市场的收益率是18.9%。这每年2.4个百分点的差距——其中成本就可能占了2%——相对于每年20%的收益,可能还不是太大。但是长期来看,这就将消耗一个年收益率为10%的市场收益的1/4,消耗一个年收益率为5%的市场收益的一半。无论如何,这都不是一个小的数目。

考虑一下所谓的"α"系数,这是考察基金风险调整收益相对于股票市场收益的一个重要指标。统计资料(《晨星共同基金》被认为是最好的资料来源)非常清楚地表明,基金在过去10年中的平均α——相对于市场的风险调整收益率是-1.9%——为负。换句话说,基金投资者每年获得的收益比他们本来可以期望的要少2%。这个数字粗略地等于基金行业营运成本和交易成本之和的事实并非巧合,但这里显然没有考虑隐含的税收成本。



税收成本——基金业的败家子

税收成本是共同基金业的败家子,总是容易被忽略和遗忘,但投资者不能对之熟视无睹。因为无论何时,都是基金持有者在承担由红利和基金经理不断卖出而实现的资本利得造成的税负,最近的大牛市也带来了大量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的应税资本利得。但有所不同的是，基金经理的业绩根据其税前收益来考察，根本没有考虑国内税务署拿走的部分。很少有基金经理会费心考虑其决策的税收后果。

早在1924年第一只共同基金诞生以来，基金业就忽略了税收问题。实际上，几十年来，基金"对更多收益的追求"是根据总收益来衡量的。（在20世纪40年代和20世纪50年代早期，股票的平均收益率是8%，而债券只有2.5%，难以置信！）基金业经常不区分红利和资本利得之间的差异，二者的总和称为"可分配总收益"，自20世纪50年代以来这种做法就被法律禁止了。近年来，随着税收递延个人退休金账户和401(k)公司退休金账户的出现，对税收的考虑就更少了。实际上，税收递延退休金账户的投资者作为一个整体持有股票型基金40%的资产，他们才真正是基金业发展的推动力量。这些账户中的投资者完全不用考虑税收的问题。

但是，其余60%基金资产的所有者却不能如此幸运，他们每年都要为自己的基金收益纳税。然而共同基金并没有充分提示他们的投资策略、投资组合变动和收益实现政策的税收含义。在一个典型的基金招募说明书的"分红、资本利得和税收"一章中，你将会发现有这样的语句："基金每年将大部分扣除费用后的净收入以及从买卖证券中产生的资本利得进行分配。分红和短期资本利得作为日常收入纳税；长期资本利得缴纳长期资本利得税。"这便是所有被披露的内容了，但光有这些还远远不够。

投资组合管理者、基金发起人和分销商都十分清楚，就税收而言，基金不会支付太多。但他们应该提请投资者注意而不是忽略这个重要的事实。以下是我认为应该在基金招募说明书中予以披露的内容：

基金管理没有考虑税收的问题，给定基金组合的期望换手率，基金收益很大一部分是以资本利得的形式分配给投资者的，这些收益每年要纳税；此外还有很大一部分是以短期收益的形式分配给投资者的，这将完全按照所得税率来纳税（有些基金可以修改最后这句话）。

现在的基金招募说明书中，看不到对这些众所周知的事实的披露，可能是因为两个方面的原因：一是漫不经心或者疏忽，另一个就是害怕鼓励投资者去关心过度的税收对其总收益的负面影响，从而损害基金的营销效果。不论什么原因，我认为在基金招募说明书中有关税收披露的部分，以上的这几句话就算不是第一句，也应该处于显著的位置。充分披露已经成为了一种时尚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

税收递延的重要价值

基金迅速确认资本利得所带来的一个严重问题，就是投资者必须立即为此纳税。但是递延的资本利得税的巨大价值似乎完全被忽略了。简单来说，税款的延期支付，等价于从美国财政部得到了一笔无息贷款，贷款期限就是延期的时间，你可能在今后的日子欠了税，但在到期日之前无须支付。[1] 想一下 10 年期或者 25 年期无息贷款的价值！1 美元欠款 10 年后的现值是 47 美分；而 25 年后则只有 15 美分。但是共同基金业的历史表明，只有 5%的基金会持有股票长达 10 年，从而获得 53%的延期收益，延期 25 年额外收益将达 85%。

在 1998 年底，共同基金升值了7 000亿美元（占股票型基金资产的 25%），这表示持有人的潜在税收负担是1 000亿美元。仅 1998 年底已经确认并分配的收益就高达2 000亿美元。剩下的5 000亿美元收益并没有确认，假定市场价格不变，这些收益也将最终确认并纳税。1998 年确认并分配的2 000亿美元的巨大收益中，长期收益约为1 500亿美元，短期收益约为 500 亿美元。这2 000亿美元中，税收递延的退休金计划的投资者获得大约 800 亿美元，而应税投资者获得1 200亿美元，需要缴纳的税款超过 300 亿美元，但愿他们已经做好了支付的准备。

外部条件可能会使 1999 年的情况恶化，如果市场下跌导致基金份额的净赎回，将提高每份的分配额。相反，如果市场走高，将会在更高的价格上吸引新的资金流入，又会稀释每份的分配额。这就是基金未确认的收益在股票市场上升时却下降的原因。令人惊讶的是，投资者似乎并不反对向一个需要为其未确认的收益支付每份 2.5 美元潜在的税收负担的基金支付每份 10 美元的价格。在市场股价下跌的时候，新的基金投资者面对未实现的亏损，可能依然收到真实的应税资本利得分配（基金的会计方法产生了这些奇怪的收益）。凡事预则立，不预则废。

有了这些背景以后，看一下长期的税收效应。从收入分配的角度看，颇有些违背常理，税收效应在某种程度上还是有好处的。1998 年底，股票型基金扣除费用前的毛收益率是 1.9%（来自股票的占 1.2%，10%的债券

[1] 实际上，如果一项投资在投资者死亡之时，作为遗产赠与受益人，就不需要纳税。因为原始成本重新按照投资者死亡之时的市场价值来计。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和现金头寸贡献了0.7%),但是股票型基金的年费用平均为1.5%,因此,股票型基金的投资者只收到了可怜的0.5%,而且还要为此纳税。费用侵蚀了近75%的基金收入。在共同基金这个荒谬的产业中,费率越高,总收入的税收效应就越大。但在违背常理的例证中,就存在过度付税的现象。在某种意义上,共同基金的费率相当于高达总收入75%的税率,而且还不包括常规税收。这不过是夸大了的"爱丽斯漫游仙境"。

税收再次影响 α

税收对于资本构成的影响又是另外一回事。"低税收效率"是共同基金的通病。收益中的所得税的好处被巨大的资本利得税的负担所冲销。举一个简单的例子:在过去的15年中,股票型基金年均收益率是14%,假设其中有3%来自收入,11%来自资本利得,其中有8%已经确认。进一步假设已确认的资本利得中30%属于短期(这些假设与基金行业目前的实际情况很吻合)。在收入方面,税率是33%,将使收益减少1%。在资本利得方面,短期和长期的资本利得税率分别为33%和25%,资本利得税共消耗收益的2.2%。所得税和资本利得税加在一起,将会使股票型基金的平均收益从14%下降到10.8%,而风险却没有任何变化。[1]

实际是,税收对于相对收益存在巨大的负面影响。罗伯特·杰弗瑞(Robert Jeffrey)和罗伯特·阿诺德(Robert Arnott)在《投资组合管理杂志》上的一篇文章题为"你的 α 大到足够补偿税收吗"[2],他们的答案是否定的。我还要加一句:不能,而且你的 α 正在被税收所吞噬。这种情形对股票型基金可能更加可怕,因为我们知道在过去的10年中,投资成本已经产生了平均为−1.9%的负 α。而税后 α 增加了3倍,达到了−5.1%。专业投资者都知道成功的投资殊非易事,但是本来没有必要支付的成本和税收使之难上加难。尽管有些投资者知道扣除这些成本和税收以后的具体收益,但是所有的投资者都应该被坦诚地告知事实和数字。那被侵蚀掉的

〔1〕 Donald J. Peters and Mary J. Miller, "Taxable Investors Need Different Strategies," *The Journal of Investing* (Fall 1998), pp. 37−44.
〔2〕 Robert M. Jeffrey and Robert D. Arnott, "Is Your Alpha Big Enough to Cover Its Taxes?" *The Journal of Portfolio Management* (Spring 1993), pp. 15−25.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.1%至少消耗了过去10年股票市场收益的25%。

基金投资组合的换手率激增

对于目前所发生的这一切，主要是由于共同基金的换手率过高造成的，意识到这一点很重要。25年前，基金的换手率平均只有30%，而现在则接近90%。个人投资者可能持有股票长达好几十年，而家庭则可能持有好几代。但是现在的共同基金则根据短期的价格波动急于买卖股票，丝毫没有顾及由此而可能产生的税收问题，这样的行为极大地降低了纳税投资者的收益。

进一步说，一些基金经理非常冒进，很满足于短期收益（不到1年），而这些收益是按照常规所得税率征税的。近年来，30%的基金收入都属此类。但是随着《1997年纳税人减免法案》的通过，对短期收益的限制不再存在，这个数字还将会上升。现在基金经理可以自由地确认基金在不足30天中的收益而不再有比例上的限制。对于基金持有人来说，这个法律变革的经济价值是非常值得怀疑的。

大幅降低基金换手率以缓解收入确认的问题是不现实的。将基金换手率从150%降到100%并不重要，实际上所有的收益还是会比较快地确认的。权威研究表明，基金的换手率只有减少到20%或者更低才能显著减少税收负担。但是任何换手率，都是强迫持有人放弃相当于无息贷款的利益，都会对投资者享有的净收益具有负面的影响。

当基金的基本策略诉诸限制换手率，那么会如何呢？对基金投资者绝非坏事。纳税的数量下降，税后收益上升。这很简单，当税收递延的时候，收入明显上升，投资者将会选择继续持有基金。如果透过税收减免——例如投资者的继承人在投资者死后继承股票，其成本按投资者死亡之时的市场价值来计算，就没有了资本利得——税后收益将会更高。



更换基金经理无济于事

即使存在减少基金换手率的意图，但当新的基金经理开始掌管基金的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时候，换手率就会上升，大量收益会得到确认。这种事情在这个频繁更换基金经理的时代常有发生，号称“超级明星”的基金经理的退职，要么是受到高退休金的诱惑，要么出于企业家的本能，也有可能是因为基金规模过大阻碍了他们发挥获得优异收益的能力。但不论何种情形，基金组合经理目前的任职平均期限是 5 年。

如果说这些就是应纳税共同基金投资者要关心的重要问题，未免过于轻描淡写了。就像杰弗瑞公司(Jeffrey Company)董事长詹姆斯·格兰德(James Garland)所说的，“应税投资是一个失败者的游戏，那些在税收和费用方面输得最少的人，就是最后的赢家”。[1] 格兰德用 1971～1995 年这 25 年的数据，比较了投资者在一个普通股票型基金和一个避税指数基金的假想的税后收益。在这段时期，标准普尔 500 指数的税前复利收益率是 12%，扣除支出和税收后，一般的股票型基金的复利收益率是 8%，而避税指数基金收益率是 10.2%(如图 13.1 所示)。

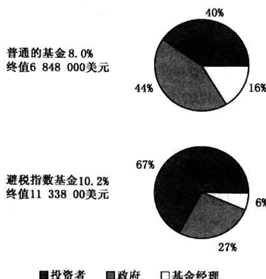


图 13.1 成本——投资的第三纬度:基金费率加上税收

在基金的最终收益中，16%让渡给基金经理，44%上缴政府，理论上投资者最终得到的不超过 40%。而对避税指数基金，基金经理最终得到

[1] James P. Garland, “The Attraction of Tax-Managed Index Funds,” *The Journal of Investing*, vol. 6(Spring 1997), pp. 13—20.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6%，政府得到27%，投资者可以得到67%。如果一个投资者的初始投资额为100万美元，结果是低成本的避税指数基金将会使其终值为1 130万美元，而普通的共同基金则只能达到680万美元。

怀着复杂的心情，我想要说的是，格兰德的算法严重高估了普通基金的净收益。这种方法假设基金的费率是1%，而忽略了其交易成本。我前面说过，现在基金的总成本是2%或者更多，这种方法还假设所有的资本利得都是按照长期收益来确认的(28%的税率)，而实际情况是，大约有1/3的收益以短期收益来确认，这样，税率将会是36%。[1] 此外，它还略微低估了避税指数基金的净收益，它假设了0.3%的费率，而实际上0.2%更为普遍。但就算是赋予普通基金这些并不可信的优点，税收和支出对于共同基金收益的影响也是惊人的。

一个很好的解决方案：指数基金

在这一点上，你或许正在想要放弃共同基金，尤其对于应税账户；或者可能还存在更好的方式来获得共同基金提供的分散化投资的好处。确实存在更好的方法，使你可以免受高成本和高税收的负面影响，获得金融市场允许的正的α值。有不少基金的经营成本和税收负担都很低，其中最主要的就是以市场指数为基础的基金，包括标准普尔500指数基金和覆盖所有股票的指数基金，如威尔逊5000股票指数基金，它们都运作良好(尤其是威尔逊5000股票指数基金)，因为它们的构成部分很少发生显著的变动。

让我们从一个基准——标准普尔500指数的税后收益出发。我们将在分红中扣除所得税，并假设不确认资本利得，从而将所有的资本利得税延期。在1983年6月到1998年6月这15年间，其税前收益率是17.2%，假设估计的税收影响是－1.5%(大部分是所得税)，则税后收益率是15.7%，约为税前收益的91%。

现在我们转到现实世界来计算可比较的数字。对于一般的共同基金

[1] 目前，长期收益的最高税率为20%，短期收益(普通收入)的最高税率为40%。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来说，这 15 年间的税前收益是 13.6%，税率是 2.8%，则税后收益是 10.8%——是税前收益的 79%。表 13.1 给出了先锋 500 指数基金和一般共同基金的对比情况：先锋 500 指数基金的税前收益是 16.9%，税收为 1.9%，净收益是 15.0%。结果，指数基金的排序从第 94 分位上升到第 97 分位，前者的优势主要是普通积极管理型共同基金的高成本造成的，而后者还要承担高换手率引起的沉重的税收负担。

表 13.1　　标准普尔 500 指数基金和普通共同基金

	截至 1998 年 6 月 30 日前 15 年的收益率	
	税前	税后
指数基金	16.9%	15.0%
一般共同基金	13.6%	10.8%
指数基金优势	3.3%	4.2%
指数基金超过的基金	94%	97%

应该承认这 15 年中，对于那些规模巨大的、在指数中占据优势的大盘股来说，是一段黄金时期。专注于低成本的做法使得指数基金成为共同基金业中的翘楚。强调税收最小化，又使得它与第一名之间的差距缩小了一半。由于缺乏公认的专家理财的优势，在过去 15 中税后收益超过 97%的股票型基金对于消极管理的基金来说是一个不小的成就。

这些数字再一次在某种程度上高估了普通共同基金的收益，因为表现不好的基金早早地退出了比赛，也就不在收益计算之列了。我在第五章证明了生存偏差对基金收益的影响不是无足轻重的，如果对表 13.1 中一般共同基金的收益加以校正，则基金间的差距将可能更大。

公平地讲，指数基金的收益也要低于指数，这是投资组合的交易和运作成本所致。不论多少，这些成本总是实际存在的。例如，从 1983 年到 1998 年，先锋 500 指数基金的税前收益率是 16.9%，税后收益率是 15.0%，而指数本身对应的值分别是 17.2%和 15.7%。

得到验证的结论

上述分析的结论已经被其他的独立研究所证实。其中最严谨的莫过于斯坦福大学的乔・M. 迪克生(Joel M. Dickson)和约翰・B. 沙文(John B. Shoven)所做的研究。他们研究了 1983～1992 年这 10 年中的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

147 只基金，以标准普尔 500 指数为参考的指数基金的税后收益是 13.4%，而同期一般的股票型基金是 10.7%。扣除 31 只指数基金中税前收益最高的 10 只，这每年 2.7%的优势使得指数基金从第 79 分位上升到第 86 分位。[1]

指数基金低成本的优势很有可能还将继续保持，但不容易确定的是指数基金这些递延收益的确认是否也将继续。首先，由于低换手率，会产生很大的未确认收益，但是随着时间的推移，必定有一部分收益要被确认；第二，尽管指数基金的意图是避免确认收益，但持有人的赎回将迫使基金变现它所持有的高度增值的市场组合。无论如何，由于递延税收在长期的巨大收益和在有限时间中的可观收益，指数基金对于传统基金的税收递延优势将不太可能消失。

一个更好的解决方案：避税基金

新的基金已经创造出来了，它能够比通常的指数基金更好地解决共同基金投资者所面临的税收问题。1994 年，一个有志于改进传统指数基金的税收效率的基金集团创建了业内第一批低成本的避税基金，其最流行的形式一般有以下特点：

- 使用市场指数的策略，但是强调成长型股票并持有低收益股票，以便最小化收入的税收负担。
- 最大可能地确认出售下跌股票的损失[这被称为"收获期损失"(harvesting losses)]，从而抵消其已经确认的收益，以达到降低税收的目的。
- 30 天以后再补进亏损卖出的股票(在这段时间中，组合中缺失一部分，可能不太完全准确地跟踪指数)。
- 限制持有人行为，使其关注长期收益，如果投资者在基金出售 5 年之内要求赎回，则要支付罚金，即要向基金和剩余持有人缴纳一笔交易费，这个罚金就是为了降低基金意外被赎回的概率。



[1] Joel M. Dickson and John B. Shoven, "Mutual Funds and Taxes: An Investor Perspective," James Poterba (ed.) *Tax Policy and the Economy*, vol. 9 (1995).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 保持最低的成本，做最低成本的指数基金，这是指数基金的最大特点。

从这些避税基金相对较短的经历来看，目前它们运作良好。由于罚金条款，赎回比例大大低于行业标准；基本上没有投机性的、专注于市场择时的短期投资者；而且迄今为止还没有确认任何资本利得。更重要的是，它们的收益比一般积极管理的基金要高得多。

最近，基金业的其他人也开始蠢蠢欲动了，有 10 多个所谓的避税基金得以创立，但并没有很好地遵从指数策略，也很少采取切实措施（如罚金等）限制赎回。这些基金的费率和一般管理型基金差不多，这等于放弃了另外一个关键的优势。整体来看，除了“逆势而为”，打算避免高换手率之外，它们的投资目标还是照旧。而且，当基金经理更换以后还不知道会发生什么。总之，这些潜在的负面因素使之很难实质上减少税收或者降低成本。

然而，合理组建的避税基金注定是共同基金业的一剂强心针，我相信这股力量在《1997 年纳税人减免法案》通过以后会变得更加强劲。按照以前的法律，资本利得税率是 28%，比 40%的最大边际所得税要低 12%；而现在新的税率是 20%，这意味着要低 20%。这个变革使得长期收入的税收抵扣从 12%提高到了 20%，提高了将近 1.7 倍，这将进一步提高长期税收递延的价值。但是，高换手率的基金——平均持股期低于 1 年——将继续使其持有人就短期资本利得缴纳全额所得税，这就牺牲了长期资本利得的税收抵扣价值。

一个已有 60 年历史的“新”观点

共同基金业中，身价不菲的极富创造性和想像力的天才聚集在一起，为什么就不能想出一个更好地提高共同基金税后收益的办法呢？当然，办法不是没有，现举一例：建立一只基金，只买卖大盘高质量的蓝筹成长股，并一直持有，除非企业基本面发生了重要变化。我们到哪里去找年轻的沃伦·巴菲特来管理这只基金呢？老实说，我不知道。作为备选方案，该基金只买标准普尔 500 成长指数（占所有成长型股票市值的 80%和整个股票市场市值的 30%）中最大的 50 只股票又会如何呢？即使价格改变也不调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整。如果遇到并购，则持有并购以后的公司股票；如果该公司被清算，则用该部分现金再投资于下一家最大的成长型公司或者投资于基金持有的其他股票（选择哪一种方式或许并不重要）。

这样的基金根本就不需要经理，其操作成本将会很小，总的费率大概就是 20 个基点。通过征收很重的赎回罚金或者严格限制逐日清算（比如只能在每个季度的最后一天赎回），最大限度地控制基金赎回。最后，当持有人赎回基金的时候，不是卖掉股票，而是拿投资组合中高度流动性的证券来支付，当然要提前申明你将要这么做。而这些投资者要实现这些收入必须要纳税，这样基金税收的完整性可以严格得到恪守。这些程序将使得基金对快速实现收益的机会主义者没有任何吸引力，但是会对持有人产生很好的结果。而且随着时间的推移，这些合理的政策将会更加容易地吸引真正的长期投资者，他们正在变成濒危物种。

如此这般，潜在的回报是巨大的。在平均税前收益率是 10%的股票市场中，一般的基金（假设费率是 2%）的平均税前收益率是 8%，税后收益率是 6.5%。而一只低成本、购买并长期持有的基金，毛收益率是 10%，费率是 0.2%，税前净收益率就是 9.8%，税后净收益率为 9%。这只是一个保守的假设，因为理论上 2.5%的税后收益率的差距，远远低于过去 15 年中积极管理型基金和标准普尔 500 指数之间 4.3%的实际税后收益的差距。

对长期投资者来说，以上这些数字非同凡响。把 10 万美元投资于积极管理的基金，经过 25 年后，其税后价值将增长为 48.3 万美元；但是如果投资于购买长期持有的基金，其税后价值将会是 86.2 万美元，几乎是前者的两倍。因此，我们可以很公平地说：基金费率和税收都非常重要。

长期持有基金，潜在的风险也很小。让我们来计算一下：代表了近 30%的市场规模的 50 只最大的成长型股票，在 25 年的时间中，只有当年平均收益率比剩下的 70%的股票低 3%以上时，选择这两种基金才是无差异的。有效金融市场的强大力量将会击败任何挑战，过去 60 年的历史证明了，成长型股票和价值型股票的收益率是相等的（见第十章）。我们假设的基金在长期中是不可能失败的。令人惊讶的一个事实是，高度分散化的市场使得获得显著低于市场的收益和获得显著高于市场的收益变得一样难。简言之，由于诸如营运支出和税收惩罚之类的成本产生的财务约束，使得风险—收益方程非常有用。这是一个三维视角的观点。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回顾历史有助于我们评价成长型股票的风险，即使我们在很高的价格购买，在长期中仍将落后于市场。杰雷米·西格尔(Jeremy Siegel)对于1965～1972年这段投机时代最著名的50只成长型股票的研究有助于回答这个问题。在《投资组合管理杂志》上的一篇文章中，西格尔教授构造了一个固定的投资组合，在1971年初(接近市场峰顶)以相等的权重购买50只高价股，在接下来的25年中，50只股票整体上略高于市场平均收益[1]，部分股票的表现十分优异：菲利普·莫里斯公司表现最好，每年上涨21%，麦当劳(18%)，可口可乐和迪斯尼(都是16%)紧随其后。当然也有不尽如人意的：MGIC投资公司最差，每年损失超过4.6%，埃默里空运公司(－1%)也很糟糕，宝丽来公司(2%)，富士施乐公司(5%)也排名靠后。

这些50强股票的投资组合税前的平均年收益率是12.4%，比市场平均收益率的11.7%仅仅高出0.7%。但是如果从税后收益来考察，这个相对优势就很可观了：50强股票组合的优势提高到了2%(9.8%对7.8%)。回顾过去在高价位上购买的这些股票的特别之处，成长型静态组合在长期内获得的高收益确实证实了我们前面的猜想。在这段投资期结束的时候，初始投资1万美元在50强股票组合上，扣除税收后，将会增值到9.8万美元，而整个股票市场只会增值到6.3万美元，至于普通的股票型共同基金，在那个时期则远远落后于市场的平均收益。

太阳底下没有新事

《圣经·传道书》告诉我们，太阳底下没有新事。从某种意义上来说，这句古老的格言也适用于这个“新”观点。少数研究共同基金历史的圈内人士可能还记得1938年成立过类似的基金，它是“购买并持有”这种观点的早期应用。以固定信托的方式，这只名为创始人共同基金(*Founders Mutual Fund*)的基金，当时以相等的权重选择了36只蓝筹股，并一直持有到1983年，才放弃了这个策略。在45年的时间中，该基金一直持有创建时拥有的36只股票，包括IBM、宝洁、杜邦、联合太平洋和伊士曼—柯达公司，这些公司不仅存活下来了，而且还很成功。

创始人基金在变更策略以前(我并没有他们最初5年的记录)，投资组

[1] Jeremy J. Siegel, “The Nifty-Fifty Revisited: Do Growth Stocks Ultimately Justify Their Price?” *The Journal of Portfolio Management* (Summer 1995), pp. 8—20.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合的年均税前收益率是 10.3%，与标准普尔 11.4%的平均收益率相比存在一些差距，部分是由于该基金 0.5%的营运成本所致。有趣的是，该收益竟然与马萨诸塞投资者信托(Massachusetts Investors Truse，整个时期最大的股票型基金)的收益完全相同，我无法精确计算税后收益，但是资料显示，前者只分配了很少的资本利得，而后者的大部分收益都分派给了投资者，因此，前者在税后要比后者更加优异。

另一只类似的基金是列克星敦公司领导者基金(Lexington Corporate Leaders Fund，LCL)，它成立于 1935 年，投资于 30 只股票，在基金行业也是赫赫有名。在过去的 22 年(晨星数据库中最早可以用来比较的时间)中，实际上达到了标准普尔 500 指数的收益(15.6%对 15.7%)，这个例子与前面的一样，只说明了一件事情：选择大盘蓝筹股后固定持有，无论发生什么都不要改变最初的选择，其扣除成本后的税前收益就一定具有相当的竞争力，相对于其他基金，其税后的优势也相当明显。共同基金行业应该向那些具有税收意识的聪明投资者提供这种基金。

单只股票和共同基金

近几年，个人资本有很大一部分源源不断地从单个股票转移到了共同基金上。对参与税收递延储蓄账户和公司退休金计划的投资者来说，这是一件好事。虽然共同基金的成本常常过高，但基金是专家理财，可以向个人投资者提供更加分散化的投资和更专业的投资指导。但是对于应税投资者来说，共同基金的好处则被过早确认的资本利得消耗不少。按照联邦法律，资本利得的分配，基金持有人必须为此纳税，持有期如此之短，而使得确认的收益不能按照最高 20%的长期资本利得税率、而是按照最高 40%的所得税率(持有期不足 12 个月)纳税。

在资本主义竞争世界中，人们很久以前就期待共同基金业能够提供一些投资目标和投资策略满足那些应税投资者需要的基金。那些看起来不可避免的趋势目前仍处于积蓄动量的阶段。我想原因主要在于：基金业满足于基金持有人不关心税收效果的现状，另一原因就是基金业还不太愿意推出投资目标和投资策略在某种程度上类似于消极管理的、换



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

手率最小、高质量和低成本的指数基金，尽管这种基金可以最大限度地满足投资者的利益，但是却很难符合大多数基金公司的利益。因此，很少有创新(甚至仍在乐此不疲地向投资者提供我在本章所描绘的新的"老式"基金)，投资者也就没有太多满意的选择。

当然，投资者——至少那些有办法自己分散投资组合的投资者不是没有依靠。他们只需要放弃基金而直接购买股票就可以了。从某种程度上，这样的策略可能会提高风险，不过大多数选股风险可以通过持有15～20只业务不相关的蓝筹成长股来分散掉。这种策略肯定会增加收益，因为这样可以减少基金投资所引起的税收负担(以及日益增长的持有基金的成本)，用税后收益的大幅提高来弥补额外的风险，这样精明的投资者就可以显著地提高他们的长期收益了。

当他们直接购买股票时，就可以控制收益的确认了。他们可以根据自己个人和家庭的状况回答以下问题，并作出最好的决定：

- 我应该在短期确认这些收益，而去交40%的税吗?
- 即使我获得的是长期收益，那么我用税后收益的80%还是更大比例进行再投资呢?
- 我是不是该购买后就永远持有呢? 这样有可能会使我避免坏的决策所带来的负面影响吗?

税收控制对投资者是至关重要的，如果共同基金不愿意提供更适合的投资决策，以解决投资者的税收控制问题，也许一部分投资者将不得不退出共同基金，而选择另外一条路。对于精明的投资者来说，共同基金业在资产管理上没有任何垄断可言。

避税策略

本章的目标就是帮助应税投资者找出一种精明的投资策略，从而使其能够从共同基金投资中获得最大的税后收益。因为现在的共同基金业的换手率极高，这在税收上是低效率的。因此，最好的选择要么是那些组织良好且组合换手率很低的基金(可供选择的此类基金其实寥若晨星)；要么是消极管理的指数基金，它们关注整个股票市场或者市场的大板块如标准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普尔500指数；还可以是投资于大盘成长型股票的指数导向型避税基金；或者如果可以的话，选择投资组合固定不变的基金。

投资者的避税策略还需注意：高质量的退休金计划[401(k)、403(b)和IRA]在家庭财富的积累中已经起到了很关键的作用。在常规的税收账户和税收递延账户之间的投资分配已经成为了一个非常重要的决定。常识性的建议是，将收益性资产(如债券等)放在税收递延账户，而将成长型资产(如股票)，其大部分收益来自资本利得，放在应税账户。逻辑很简单：当期收入要以高达40%的税率纳税，而资本利得的税率仅为20%。更重要的是，资本利得的确认可以无限推迟，这就相当于从美国财政部获得了一笔无息贷款。

因为漠视应税基金持有人的利益，共同基金就可以轻而易举地置常识于不顾。约翰·沙文已经考察了股票型基金和债券型基金在应税账户和税收递延账户之间的配置情况。[1] 他发现在30年中，为了最大限度地积累财富，大多数投资者将股票型基金置于税收递延账户，将免税的市政债券置于应税账户。在他的分析中，假设股票的总收益率是12%，市政债券的总收益率是5.4%。

为什么把公司债券基金放在税收递延账户(在他的分析中，公司债券的收益率是7.2%)，把股票型基金放在应税账户不能获得更多的收益呢？毕竟，只要股票的资本利得没有确认，股票型基金是绝对不会将其12%的一部分交给国内税务署的，而且公司债券也可以给投资者带来比市政债券更高的收益。

这个看起来很明显的策略却没有发挥作用，主要是因为共同基金业很少关心应税持有人的避税需要。由于过高的换手率，基金经理会把12%的税前收益变成8.5%的税后收益。通过连续不断地分派长期和短期的资本利得，基金经理几乎将股票市场收益的30%毫无必要地交给了税务部门。假定大多数股票型基金的收益分配模式不变，沙文教授认为，通过将股票型基金放在税收递延账户而将免税的市政债券基金放在应税账户中，投资者就可以最大限度地积累最终财富。

但并不是所有的共同基金都必须如此。沙文教授的研究也描述了低

[1] John B. Shoven, "The Location and Allocation of Assets in Pension and Conventional Savings Accounts," working paper (March 1998).



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

换手率的指数基金的税后收益。表 13.2 比较了传统的管理型股票基金 A 和指数基金 B。这两只基金的税前收益都是 12%，但是基金 A 派发了 10%的收益——4%作为短期资本利得和收入，6%作为长期资本利得。基金 B 仅仅派发了 2%的收益，收入和长期资本利得各占 1%。一旦加入税收因素，指数基金 B 对基金 A 马上产生 2.3%的收益优势，税后收益高了 25%。

表 13.2　　低税收效率和高税收效率股票基金的税后收益

	股息和短期收益	长期资本利得	应计资本利得	税前收益	税后收益
低效率的基金 A	4%	6%	2%	12%	8.5%
高效率的基金 B	1%	1%	10%	12%	10.8%

通过投资于能有效避税的股票型基金，并且与沙文教授的非正统的方法相反，将应税的债券基金放在养老金账户中，能有效避税的股票型基金放在应税账户中，投资者将会积累更多的资金。例如，经过 30 年的投资以后，1 万美元的初始投资(5 000 美元投资于股票，5 000 美元投资于债券)的终值如表 13.3 所示。

表 13.3　　低税收效率和高税收效率股票基金的财富积累*　　单位：美元

	股票—养老金账户；市政债券—应税账户	应税债券—养老金账户；股票—应税账户	差别
低效率的基金 A	104 000	72 000	−32 000
高效率的基金 B	104 000	112 000	+8 000

* 假设收益率：市政债券，5.2%免税；公司债，税前 7.4%，税后 4.4%；普通股，税前 12%，基金 A 税后 8.5%，基金 B 税后 10.8%。

从上表可以看出，使用高税收效率的股票型基金，可以带来更多的收益。投资者将债券放在养老金账户，而将低税收效率的股票型基金放在一般的应税账户中，最终会累积 7.2 万美元的财富，这要比沙文的方法少 3.2 万美元，但如果将这种 50%对 50%的方法用于高税收效率的股票型基金时，则会累积 11.2 万美元的财富，比沙文的方法要多8 000美元。两张表格的情况完全相反。将债券放在退休金账户中可以将负的 3.2 万美元变成为正的8 000美元(股票还有遗产税优势，因为应税股票账户的成本会调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整为赠与人死亡日的市场价值)。

大多数投资者倾向于在应税账户和税收递延账户中都投资点债券和股票。但是对于规模较大的投资者——例如,每年投资 1 万或者 1.2 万美元,根据目前的联邦税制,可以投资在税收递延的 401(k)计划或者传统的个人退休金账户计划——沙文教授的研究提供了在退休金和传统的储蓄账户合理配置投资的建议。决策必须基于投资者的避税策略。

基于视差的观点

投资者不仅要意识到税收最小化,而且还要意识到税后收益最大化的重要性。他们必须考虑共同基金投资的所有三个空间维度:收益、风险和成本。应税投资者必须要真切地意识到税收也是成本,而且是实实在在的一笔不小的成本,同时共同基金经理也要有这样的意识。当传统的共同基金还是按照那些古老的策略来经营的时候,单纯为应税投资者设计的新基金就有大量的需求。一个拥有美国 50 只成长型蓝筹股票的固定信托是一个很好的选择。在现在这个全球化的时代,拥有世界最大的 75 只成长型股票的姐妹固定信托也是另外一个选择。这两个选择都很不错,但是不论选择什么股票,这个固定信托都必须以最低的成本运作,而且还要限制现金流。

本章的观点和概念尽管很浅显,也很简单,但是和我目前对共同基金的视差观点是完全一致的。我所讨论的新基金并不是近年来众多虽然流行但最终昙花一现的动量策略基金,而是基于长期恒久不变的策略的基金。基金业不应该只是想着如何在短期中为投资者获得收益,而是应该为有眼光的投资者在长期经营中提供最有价值的服务。引进这样一只基金的时机是很有风险的,但是所有的新基金都面临同样的问题。整个世界市场,尤其是美国的金融市场,今天看起来都过度扩张了,但我还是尽早建议:绝对不要认为你比市场知道得更多,这样的人从未有过。

现在是基金经理们关注税收的重要性、重新评估投资政策并思考 3 000万应税基金持有人是否获得了公正待遇的时候了。共同基金并不是投资者的唯一选择。如果基金经理仍然坚持漠视其决策的税收影响,投资者就可以选择直接拥有一系列分散化的单只股票,并直接掌握资本利得的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确认和实现。不过，其他一些有税收效率的投资方式已经出现了，以“蜘蛛”(Spiders)和“钻石”(Diamonds)命名的单位信托，其实质就是指数基金的复制，分别追踪标准普尔 500 指数和道—琼斯工业平均指数，已经在美国证券交易所挂牌上市。如果共同基金还想成为美国家庭的投资选择，将必须面对这样的竞争。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章　时间问题

——第四维，魔法还是暴政

我在描述精明的长期投资的决定因素之时，发现几何语言是象征和隐喻特别有用的工具。在前几章，我曾用三角形来描述长期投资中收益、风险和成本之间的相互关系。但是三角形只是平面的二维概念。由平面延伸而成的立方体有长、宽和高三个空间维度，对于描述投资中的三个决定因素，是更有用的几何体。它更好地描述了收益动态中各因素之间复杂的相互作用。但正如阿尔伯特·爱因斯坦指出的那样，我们生活于其中的宇宙，不仅是空间的，还有时间的概念。他把时间看成是第四维。在投资活动中，也是如此。

换句话说，投资收益有四个维度。三个是空间维度：长度(收益)、宽度(风险)和高度(成本)。还存在一个时间维度。图 14.1 描述了这四个维度之间的相互关系。在搞清楚每个维度的影响之前，切勿轻率地进行投资，也不要进行一项不能满足相同标准的理财计划。

首先回顾我早先对收益、风险和成本这三个维度的看法，然后再转到时间轴。这四个维度之间的关系很有些棘手，有时显而易见，有时又晦涩难明。但精明的投资者不能忽略其中任何一个。根据待实现的投资目标来适当地权衡这些维度，是一项富有挑战性的工作。为此，基于常识和规律来制定合理的投资规划非常关键。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

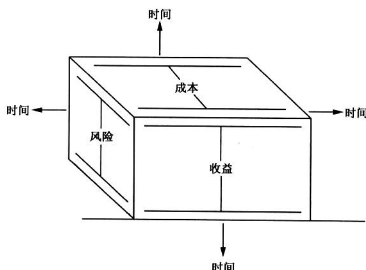


图 14.1 投资的四个维度

收益——第一个维度

在图 14.1 中，我用“长度”来描述收益，仅仅因为长度是一个平面图形的两条线中更长的一条。收益是财富积累中首要的因素。在过去的 15 年里，共同基金之所以成为美国家庭占绝对优势的投资方式，正是高收益使然。在这段时间，整个股票市场实现了令人惊讶的 17.2%的高回报。投资者如果在 1982 年末将10 000美元投资于股票市场，如果不考虑成本和税收，投资价值现在就应该达到117 000美元。(真是适得其所!)对大多数投资者来说，在这个时代，建立一个能取得丰裕成果的资产组合，显得尤为容易。

然而，金融市场已经证明，随着时间的流逝，将会有一种显著的回复到均值的趋势。我们必须清醒地意识到，过去 15 年 12.6%的真实收益率(扣除通货膨胀后)——几乎两倍于迄今为止股票市场 7%的长期平均水平——已经极大超过了以往，忽视这个事实是很不明智的。自 1802 年以来 181 个差不多的时间周期中，仅仅只有 9 个时期的年平均收益超过了上述水平。这样的高收益在未来重现的可能性不大:现在投资基本面的情况已经不如 1982 年中期牛市开始时的那样好了，当时的市盈率是 7.9 倍。而 1998 年下半年，市盈率已经达到 27 倍，是那时的 3 倍多。在 1982 年，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获得 1 美元的股息需要投资 16 美元(6%的股息率),但现在却是 71 美元(1.4%的股息率),几乎是那时的 4 倍(有人认为股息多少并不重要,但我不这样认为)。当然,如果 1 美元股息的价格是 71 美元还不算高的话,则必有更高的价格。

风险——第二个维度

当你考虑近期收益不可避免的不确定性的时候,你其实就是在考虑风险,这是投资收益的第二维,在目前的价格水平上,市场的不确定性要高于大多数投资者整个投资生命周期的平均水平。投资学中的风险之于收益,就像几何学中的宽度之于长度,是平面中较短的一边。这不等于说风险不重要,相反,它十分重要,我只是不能接受把风险和收益等同的观念。实际上,就像我在第一章所说的一样,对于未来的信心是投资的必要因素,这隐含地假设收益会超过风险。如果潜在的收益不能超过风险,那么为什么还要进行投资呢? 但风险是股票投资的一个重要特征,担心损失是投资者最顾虑的事情。传统上,风险可以用标准差来进行精确但不完美的度量,但标准差是向后看的,是对价格波动而不是对风险的精确度量(二者并不完全等同)。

在权衡这两个维度的时候,投资者可以依靠风险调整后的收益,即夏普比,来衡量组合收益与其波动性之间的关系。就像我在第六章中所说的一样,将单位风险等同于单位收益有些过于简单了,因为将毫无意义的 1 个百分点的波动率的差异等同于珍贵的长期收益的 1 个百分点的差距是不合理的。但是,一些投资者受到的训练是只在乎风险调整后的收益。为了降低投资组合的波动率,机构投资者和许多个人投资者越来越将投资分散到高流动性的美国金融市场之外的地方。他们转向国外的股票和债券市场,并持有名目繁多的非传统的替代资产:对冲基金和一些相对流动性较差的资产,如风险资本和未公开上市的公司股份,还有一些有形的资产(如房地产和能源等)。(黄金曾经被认为是反经济周期的最完美的资产,却失去了人们的青睐,或许是因为近 20 年来日渐减少的收益。)

自从这些投资类型成为机构投资的主流之后,它们就很难有上好的表现,但是这个策略也许是成功的。如果国际股票的相对收益在落后了 10 年后将回复到长期均值水平,它们也许可以很好地提高整个证券投资组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的收益。这样假设也很合理，在长期中，不流动的资产像风险资本和私人资本应该会比流动性好的资产拥有更高的溢价，这对于不太关心流动性问题的投资者来说，大量投资于这些领域能够很好地提高收益。[1] 一个苍白的过去也许是美好未来的开始，这时投资于非传统的资产就可以减少波动，增加收益。

以上仅仅是一个推测。但并没错误的地方，而且我们不能忽视这一点：每一类可供选择的资产都有其自身特定的风险，这些风险是投资者无法预料的。除此之外，每一类中的单个资产，都有比高度流动的上市股票大得多的风险，投资者做决策时，应该对此加以仔细考虑。是持有高个体风险的投资呢，还是想降低整个投资组合的风险？在决策时必须对这一矛盾有清醒的认识。

成本——第三个维度

前两个维度，即收益和风险，是被广泛接受的投资要考虑的因素。实际上，投资者关注这两个因素，却经常把第三个因素忽略掉。例如，我们经常说的是"风险/收益比率"，而不是"风险/收益/成本比率"，但成本对于收益和风险的影响还是不可小觑的。

成本是重要的。它的影响遍及投资的每一个角落，但在最高之处，就最值得重视。纵观本书，我将许多以高成本为特征的基金加以归类，并分析了基金净收益对成本的高敏感性。普通股票型基金的运营费率为 1.5%，加上投资组合大约 0.5%的最低平均交易成本，则免佣基金的总成本每年至少是 2%。如果基金收取传统的认购费(多数基金都这样做)，则最低的初始佣金，如果用 10 年来摊销，将达到每年 0.5%，使得总成本为 2.5%。对于占总数 1/4 的费用最高的基金来说，总成本将达到每年 2.5%(如果佣金更高，将达到 3%)。

我在第三章的结尾指出，就算是 2.2%的年成本，也将会消耗 10%的市场名义收益的 22%，如果通货膨胀率是 2.5%，就会消耗 7.5%的实际收

[1] 独立研究表明，在 1992～1997 年间，这些投资品种的年收益在 15%～20%之间，足以与同时期标准普尔 18%的收益相媲美。可一旦考虑这些投资的杠杆效应，这样的收益就太平常了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益的 30%。复利 10 年，这个成本将会消耗 30%的名义总收入和 36%的实际总收入。另一方面，2.2%的成本就会消耗 3.5%的名义股票风险溢价的 63%。基金的开支就像一个饿鬼，很难满足。

这些计算还没有包括税收对收益的侵蚀作用，它和成本一样，也是饿鬼家族中的一员。我在第十三章中说过，共同基金组合的运作很少考虑税收的影响。基金经理不仅没有将资本利得的确认尽可能地向后推移，反而将收益的大部分尽早确认，使之不能享有最高 20%的长期(超过 1 年)资本利得税率。约占总数 1/3 的基金持有不到 1 年就确认资本利得，因此要按照普通收入以最高 40%的税率缴纳所得税。

在最近几年的牛市中，共同基金确认并派发资本利得引起的税收，使得应税投资者的收益又额外减少了 2.2%，使得 2.2%的年成本翻了一番。但就 1995～1998 年来看，股票型基金的平均收益率在税前就落后整个股票市场 5 个百分点，加上税收后，将会使得这个差距扩大到 7%。如果忽视投资的第三维——成本，尤其是基金投资费用和税收——的话，投资者将要为之付出昂贵的代价。

长期投资——精明的苏格兰人

当美国的基金业看起来缺少富有远见的长期投资的时候，世界其他地方却存在例外。《华尔街日报》最近的一篇文章报道说，苏格兰的货币经理们正在践行着一条大多数美国基金经理未曾走过的道路。在爱丁堡，沃特·司各特合伙公司(Walter Scott and Partners)关注于一个相当集中的投资组合，“它最多持有 50 只股票，每年改变不到 6 只，即换手率小于 15%。公司管理层忽略股市的波动，以此摆脱市场的混乱”。公司的一位发言人声称：“股市的波动细微而频繁，但我们的目标是拥有能够增加现金流的公司的股票，最终等于投资于能够增长的企业。对任何投资经理来说，复合的增长都是最有价值的工具。”[1]

[1] Suzanne McGee, “Money Business in Scotland Under Seige,” *The Wall Street Journal*(November 12, 1998), p. C1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间——第四个维度

在回顾了投资的三个空间维度——长度、宽度和高度所分别对应着的收益、风险和成本之后，我们现在来考察第四个维度：时间。阿尔伯特·爱因斯坦的广义相对论最主要的贡献就是把时间的概念发展成为宇宙的第四维度。在投资活动中，时间也同样有用。

在投资中，时间对于收益的重要性只停留在口头上和理论上，说得多但做得少。我们谈论长期投资的价值，对长期投资者持赞赏的态度，但要列出他们的名字，却连两个都没有，除了沃伦·巴菲特还有谁呢？

共同基金业，如在本书开始时所述，明显倾向于短线操作，足足有 1/3 的股票型基金每年的换手率在 100%以上。如果我们的营销政策和基金超市有任何导向的话，那就是在寻找短期投资者。即便找到了他们，这些人每年平均也要将其持有的股票型基金换掉 30%。这些数字体现了令人难以置信的易变性，两种情况都反映了愚蠢的短期投机策略，在追求投资收益方面，很明显会遭到重创，对此我是深信不疑的。在考察基金大持有人的时候，我常常禁不住想，是不是只有这些富裕的个人投资者才真正坚持长期投资策略并执行低换手率，也许正是这样的投资策略使得他们成为了富有的阶层。我们不能等到遭受惨痛的损失后，才从中学到经验。基金投资者和基金经理一样都应该从经验中汲取教训，得到真知。

在所有的投资策略中，市场指数策略是最经久不衰的。全市场指数策略只是缓慢地按照整个市场来改变。首次公开发行的股票权重相对较小，若公司因兼并或破产而消失，则不会引起交易。全市场指数基金的换手率每年很少超过 2%～3%，平均的持有期是 33～50 年。立足长远的确是指数基金能够提供超凡的税前收益的首要因素，在税后收益方面，它们的优势就更加无可比拟了。

时间与回报——“复利的魔力”

爱因斯坦把时间作为宇宙的第四维度，并使其获得了显著的地位，他把复利评价为“有史以来最伟大的数学发现”，这句话被经常引用是毫不过分的。实际上，时间和回报之间强有力的关系经常被称作“复利的魔力”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间越长，复利投资收益的力量就越大，初始投资或者一系列的年金投入就更容易被转化为惊人的终值，也就是说，持有时间越长，由于复利的作用，累积的终值就越大。

让我们首先讨论复利之魔力的两种最基本的情形，图 14.2 显示了初始的单笔投资的收益随时间的变化。基金业常用 12%的高收益产品和5%的固定收益债券进行比较，初始投资是10 000美元，投资期限为 40 年。12%的收益接近于过去 40 年来整个股票市场的总收益，而 5%则接近于近期美国中期国债的收益率。

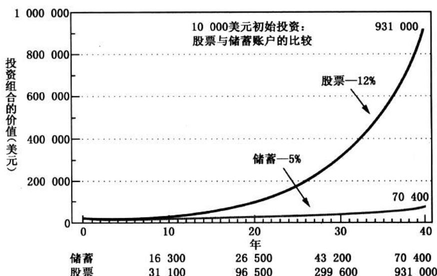


图 14.2 第一维度：收益以及复利的魔力



投资于股票的收益比储蓄的收益一年高过一年。图 14.2 显示了其差距在几十年来日益增长的情况。股票投资的最终收益是 93.1 万美元，而储蓄的最终收益只有 7.04 万美元。这个巨大的差距用“魔力”这个词来形容再好不过了。

表 14.1 说明了投资者可以通过不同的方式定期投资，最终累积 50 万美元的财富，这是复利的又一个例子。假设投资者 25 岁，到 65 岁退休，经过必要的计算（假设收益率与上例相同，分别为 12%和 5%），可以选择两种投资方式：(1)每月投资 43 美元于股票，投资期限为 40 年；(2)每月储蓄 328 美元，也持续 40 年。

这里我们可以看到复利以另一种形式在起作用。两种情形下的资本积累完全一样，但如果投资在股票上，则投资数额会更小（假设投资收益都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 14.1　　为积累 50 万美元资产所需的月投资额
——43 美元的股票投资或储蓄 328 美元*

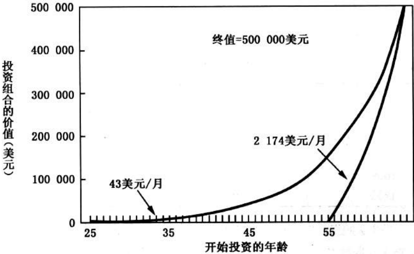
年　限	每月投资的累积值(美元)		终值(美元)	
	股票	储蓄	股票	储蓄
10	5 100	39 300	9 900	51 100
20	10 200	78 600	42 500	135 200
30	15 300	118 000	150 000	273 800
40	20 400	157 300	500 000	500 000

* 假定股票的收益率为 12%；储蓄的收益率为 5%。

能实现，并且都能享受税收递延的好处)。43 美元投资在股票上(每年是 516 美元)，40 年总共是20 400美元，每月储蓄 328 美元，每年是3 936美元，40 年后是157 300美元，股票投资只需要储蓄的 1/8 就可以达到相同的目标。魔力再次起作用了。

如果我们来比较 3 个不同投资年限的投资者，复利的魔力会更加凸显。现在他们不是从 25 岁开始投资，第一个从 35 岁、第二个从 45 岁、第三个从 55 岁开始投资。我们养成节俭的习惯很不容易，尤其是花费比储蓄带来的乐趣要多得多的时候。但是，这是代价昂贵的乐趣，不论他们是投资还是储蓄，推迟进行的成本随着时间的推移急剧上升。

我们只考察股票投资，再次假设过去 40 年中的收益率仍是 12%，图



注：35 岁和 45 岁时每月要投资 143 美元和 505 美元。

图 14.3　斜率随着时间变陡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

14.3给出了推迟的成本。为了达到50万美元的终值，如果投资者早在25岁时便开始投资，那么每月只需要付43美元(一年是516美元)，如果他推迟30年后即当他55岁时才开始投资，则他每个月得付2 174美元(一年是26 088美元)。如图14.3所示，投资者在坡度相对平缓的时候，就应该开始爬山了，否则如果等得太长，就变成了像珠穆朗玛峰那样的高峰，几乎大多数足智多谋的登山者都爬不上去(耽误10年，每个月就要付多出3倍的钱，即143美元；耽误20年则每个月要付12倍的钱，即505美元)。

"72法则"

"72法则"是对复利魔力的完美解释。为了迅速地计算出多少年投资可以翻倍，我们可以进行简单的运算，即用72来除以投资收益率，比如年收益率是4%，则需要18年；收益率是6%，则需要12年；收益率是10%，则需要7年多，等等。

表14.2简单地阐述了资本在不同的收益率下，在不同年限中是如何增长的。注意高收益率的资本增长。在收益率为4%时，要使资本增加16倍，需要漫长的72年；但是当收益率为12%的时候，只需要24年，也就是只需要1/3的时间就增长了16倍。30年后，12%的复利将使投资增加到原先的32倍，而如果利率是4%，则就需要90年才能达到32倍。多么不可思议啊！

表14.2 "72法则"的运用 单位：年

复利	2倍	4倍	8倍	16倍	32倍
4%	18	36	54	72	90
6%	12	24	36	48	60
8%	9	18	27	36	45
10%	7	14	21	28	35
12%	6	12	18	24	30

"72法则"还可以另一种方式发挥作用。如果人们今天付出资本，未来再获取收益。给定收益率，"72法则"告诉我们，按期进行固定数额的投资，然后取回相同数额的收益而不要动用本金需要花费多长时间。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如，如果以 6%的收益率每月投资 500 美元，12 年之后(72 除以 6)，你就可以每月取出 500 美元，而不动用本金；24 年之后，你可以每月取出1 500美元；36 年后，你可以每个月取出3 500美元，仍然不会消耗本金。如果收益率是 12%的话，等待的时间就更短了。6 年后就可以每月取出 500 美元，12 年后就可以取出1 500美元，18 年后就可以取出3 500美元，24 年以后，你每个月就可以取出7 500美元，而且还不需要动用本金，这整整是 6%收益率时的 5 倍。

值得注意的一点是，这张表似乎给人一种错觉，让人觉得股票市场有点像保险精算。但实则不然，如果未来的股票收益低于 12%——很可能发生，则未来的退休收入就会减少。例如，每月投资 500 美元，如果收益率是 12%，则 24 年后，每个月可以提取7 500美元而不会影响本金；但如果收益率是 8%，则 24 年后，每个月只能提取2 670美元了。因此，用过去的收益预测未来时，要尤为小心，对收益的估计要保守一点。

时间与风险——复利的“中和”效应

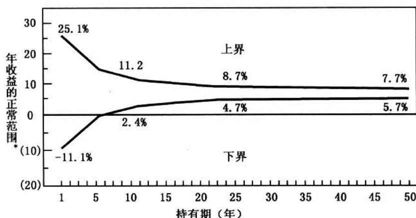
时间与风险之间的相互关系如同时间与收益之间的关系一样惊人，尤其在股票市场更为突出。随着投资期限的延长，股票市场收益的不稳定性在降低。随着时间的推移，复利缓和了市场风险。而且，获得股票市场长期收益的风险在短期内会急剧下降。例如，将投资时间从 1 年延长为 5 年，则股票收益的变动范围就从 67%到－40%缩小为 27%到－11%。同样，传统上以标准差来衡量的正常的风险水平从 25.1%到－11.1%的范围，变成 14.4%到－0.6%的范围。如果将时间扩大到 10 年，这个范围进一步会变成 11.2%到 2.4%。

在有风险的股票投资中，10 年的时间足以减少大多数的风险。如果再延长 5 年，即在 15 年中，股票收益的变动范围会缩小至 10.3%到 3.4%。再增加 10 年，就可将股票收益控制在 8.7%到 4.7%之间很小的范围内。此后，风险下降速度相对趋缓。如果将时间加倍，扩大为 50 年，风险的降低会更少，股票的年收益变动幅度缩小为 7.7%到 5.7%的范围内。

图 14.4 基于第一章图 1.3 的数据，它表明风险如何随着时间的流逝而降低，但比图 1.3 更细长，说明降低风险的斜率比增加收益的斜率要容

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易得多。在整个投资生命周期中，持有股票5年，其风险将会减少60%，持有10年风险将会减少80%，持有15年风险将减少90%。但请记住，超过15年，风险还会继续减少，但却无法彻底消除。在图14.4中，正常的风险范围是很小的，但是极端值的范围是很大的。在前15年中，最高的年化收益率是14.2%，最低的是－1.4%。这里并没有什么保险精算！投资者的时间使得投资风险成为一个难以捉摸的概念，使之与收益具有不可避免的联系。第四维显然使我们认识到，它不仅左右第一维，而且也第二维也有关系。



＊ 正常范围基于收益的一个标准差。

图14.4　第二维度：风险及其加速降低

时间与成本——复利的"横征暴敛"

前述图14.2对时间与收益之间相互关系的讨论，表明了基金业投资在股票和固定利率储蓄之间的差别。但是基金投资者并没有获得全部市场收益，作为一个整体，这是不可能的，因为基金有成本，必须要将其直接从市场总收益中扣除。只有净收益才属于基金投资者。

共同基金业几乎没有揭示过时间和成本的关系，因为这非常让人心烦意乱。图14.5显示，在同样的时期，同样为12%的股票市场收益率，最终的结果仍然是93.1万美元。但是假定股票型基金的全部费率为2%，其收益率将为10%，第二条线说明，在10%的收益率下，投资的价值还是上升的，并且随着时间的延续，上升的幅度还颇为可观，但40年后的终值却只有45.3万美元了，比前者的一半还少。在40年中，成本整整吞噬了47.8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万美元。换句话说,一半以上的市场收益被成本消耗了。图 14.5 展示了扣除成本前后的收益对比。

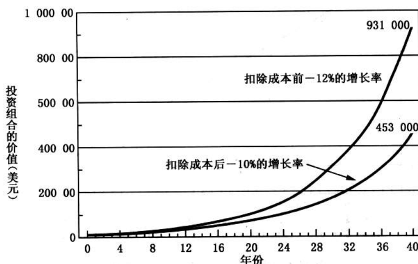


图 14.5　时间与成本的相互作用:1 万美元在 40 年的增值情况

这个证据,虽然残酷但却是事实,反映了“成本经过复利以后成为了横征暴敛”。[1] 图 14.6 比较了 12%的总收益最终获得的超额价值(高于初始投资的部分)和 10%的净收益(扣除成本)最终获得的总投资价值的不同。在第一年,12%的毛收益使 1 万美元的初始投资增加了1 200美元,但是 10%的净收益率使初始投资只增加了1 000美元,只有1 200美元的市场收益的 83%。10 年之后,这个高成本的投资却只有市场收益的 76%了,25 年之后只有 61%。40 年之后,相对于市场收益只有 48%。

成本的影响是重大的,我重申一下。虽然收益率的差距极其微小,但失之毫厘,谬以千里,最终将导致逐渐上升的、惊人的资本积累的巨大差异。这句话不仅描述了复利的魔力,也说明了复利的暴虐。随着时间的推移,高成本的投资比低成本的投资损失更多。就像时间与收益,时间与风险一样,时间与成本也相互紧密地联系在一起。

投资的另一个主要成本就是税收,随着时间的推移,税收同样也会极大地降低收益。因此,复利的横征暴敛又多了一层。在第十三章,我们假

[1] 专栏作家詹森·泽韦格(Jason Zweig)把这种效应称之为“反向复利的妖术”(black magic)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

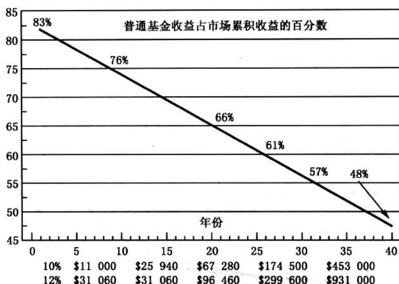


图 14.6　第三维度:成本及其横征暴敛

设市场收益是 12%,扣除成本和税收后的收益为 8%,可以得出结论,经过 25 年之后,成本和税收合成的妖魔吞噬了惊人的利润,最终收益将只有总收益的 37%。如果净收益一样,将时间延长至 40 年,则最终资本积累的结果分别是 93.1 万美元和 21.72 万美元,后者只有前者的 23%。基金成本和税收对基金分红和资本利得分配的灾难性影响,就算受到了共同基金业的漠视,也不能被基金投资者所忽略,已有强有力的证据表明成本是非常重要的。

空间规则

在金融市场闯荡的时候,长期投资者必须要时刻注意决定投资的四个维度——收益、风险、成本和时间,并将其用于实际的投资管理之中。且不要忘记,这四个维度都是相互关联、相互作用的。

收益和风险形影相伴,金融学常识告诉我们,提高了其中一个,另一个必定会上升,反之也是一样。成本对收益和风险都有显著的影响,更低的成本有可能获得更高的收益而不增加额外的风险,或者在收益不变的情况下,使得风险下降。由于时间的流逝,成倍放大了总



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

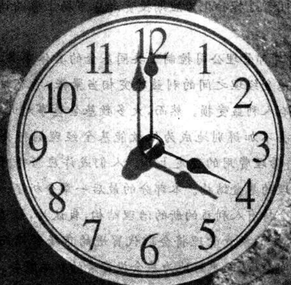
收益，加速降低了风险，也增大了成本的负担，因此，时间和这三个维度中的每一个都很相关，它们共同影响着投资回报。

如果投资人的目标是进行长期投资，意识到这四维因素之间的相互关系，对于管理自己的投资账户将是十分有帮助的。在实现资本积累的长途航行中，金融市场将会不可避免地经历逆流、潮汐、飓风以及惊涛骇浪；艳阳高照、和风微煦、风平浪静的海面不会永远持续下去，但是只要投资者有远见，在追求长期收益中可以承受一些短期风险，能够充分认识成本的破坏性，也能最大限度地利用时间优势，就最终就会赢得胜利；只要投资者有足够的聪明才智把握住未来的航向，就会收获投资成功的硕果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958238088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四部分 基金管理



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一部分将转而讨论为什么如此众多的共同基金没能达到投资者的期望。问题的根源在于当今共同基金业的本质和结构，共同基金业已经偏离了为投资者利益服务的原则，谨小慎微而训练有素的专业基金管理不再成为核心职能。相反，通过激进的广告和销售技巧来促销，已经成为基金行业的核心，由此决定了基金的管理方式和能够提供的基金种类，同时也决定了基金的价格。以营销取代管理成为了该行业的法宝。现代科技使得共同基金业给我们带来了令人难以置信的信息和广泛的服务，却使我们深受其害。事实上，现代科技促使共同基金作为取代投资单只股票的长期投资的明智选择异化为短期投资者在市场上像赌博一样频繁交易的游戏。

因为外部管理公司控制了共同基金的具体事务，导致了基金持有人和基金经理之间的利益冲突相当紧张，所有权和控制权分离使得持有人利益受损。然而，大多数基金董事对此并不在意，董事会看上去不加辨别地成为低效能基金经理例行公事的橡皮图章，并默许管理费用的稳定上升。人们或许应当呼吁一个新的能够自我管理的基金结构。本部分的最后一章分析了一种能更好地服务于基金持有人利益的新的治理结构，我认为，经过常识性的组织变革，谨慎的投资管理将会取代冒进的市场营销而再次成为基金的核心问题，从而更好地为基金投资者的利益服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五章　投资原则

——重要的原则一定不是易变的

1864 年，亚伯拉罕·林肯在最后的一次演讲中说："重要的原则一定不是易变的。"他是对的。在我看来，共同基金业赖以建立和繁荣发展的一个最重要的原则不仅变得有弹性，甚至可以说是被抛弃了。本章描述了我们背离这个原则的过程，提出了一些解决方法，并指出基金投资者在基金业复兴的过程中应该扮演的角色。

什么是基金业的基本原则呢？答案是：管理、分散化、服务（包括基金份额的逐日估值、清算、充分披露和便利措施）。在这些原则当中，管理是最重要的。我认为基金管理要具有信托精神、专业能力和自律约束，并专注于长期。这个重要的原则和三个关键的组成部分正在失去他们对基金业务的推动作用，在长期，这无异于正在丧失生命力。

虽然说得有些严重，但我认为以下是对基金业现状公正的描述：

信托精神意味着要把基金投资者的利益放在首位，对服务收取比较合理的价格。这个原则已经被积聚资产即扩大基金的发行份额所取代了。我们对巨大的市场份额顶礼膜拜，基金投资者为此付出了过高的成本。

专业能力和自律是最早的投资原则，但现在却被用在了投机上。表现在基金投资组合的换手率激增（年平均换手率是 85%）、基金关注更窄的市场板块、为数众多的冒进的基金经理等方面。

专注于长期曾经是共同基金适合长期投资者的一大优势，现在却变成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了只关注短期利益，沦为投机之列。更糟的是，基金投资者现在受到诱惑，把共同基金作为载体，利用市场择时实现迅速的转换，经常性地在几只热门的基金上频繁地换来换去，这也是一种投机。

这些趋势对投资者和基金业都是不祥之兆，更重要的是，还有害于我国的资本形成体制。60 多年前，凯恩斯说过："当一国的资本形成沦为赌博活动的副产品的时候，就是不健康的。"他的警告在今天应验了。共同基金业正在变成资本主义的赌场，在金融市场和基金市场迅速交易，并且交给庄家的赌注太大。不幸的是，赌博的术语竟然开始向投资领域渗透了。

基金销售推动行业发展

在共同基金业中，基金销售已经变得比管理更加重要，而且资产积聚也超过了受托职责。[1] 我对这种趋势的关注并不始于今日。当我 1951 年在普林斯顿写学年论文的时候，就以这个很小的新兴行业作为主题，那时基金资产管理的规模才 20 亿美元，只有现在的万分之四。那时我就清楚地阐明，基金应该削减费用和销售佣金来给持有人更公平的待遇，应该"不要声称能够打败市场"。更基本的是，我认为该行业的第一要务应该是为持有人服务，"其他功能都要围绕这个核心"。在论文的最后一章，我着重强调了："投资公司的主要功能是管理其投资组合，其他任何事情的重要性都位居其次。"

如果说这个原则曾经有过，那么现在已经被抛弃了。销售共同基金份额看来已经成为投资公司的主要职能了。让我们来听一下最大的基金公司的经理是怎么说的："这就像拍电影和电影发行之间的差距，发行电影更好，因为你就有机会接触到任何其他的生意。"当然，这可以作为对基金赌博市场，也就是所谓的"基金超市"的一种宣传，它的意思是"到我们这里来买基金，可以满足你的任何需要"，然后频繁交易，并将交易成本免费地转嫁给长期基金投资者的大众群体，他们人数众多、缺乏组织，也没有发言权。如今，股票型基金的平均持有期大约只有 3 年，但是在 1970 年的时

[1] 我相信我对共同基金业的描述总体上是相当公正的，但应当承认，也有一些基金是进步的，尽管为数极少。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

候，在“自由变换”时代之前，持有期大约是12.5年。

管理与销售

我认为共同基金投资两个最基本的原则就是：从事长期投资，以及由此推出的不要指望管理会创造奇迹（引自我在普林斯顿所写的论文）。目前的策略和这两个基本原则的差距是多么大啊！我所谓的赌博资本主义与这两个原则更是直接对立的。但荒谬的是，迄今为止最大的共同基金“赌场”（准确来说，是“基金超市”）的领导人却完全赞同我的这两个原则。他的行动证明了其投资原则：他把基金作为长期投资。用他的话来说，“在选择市场时机时，有很多阻碍，如决策制定、情绪因素、正确的决策分析、成本和税收等”。他拥有消极管理的指数基金。他说：“我绝对是一个指数基金的信仰者，标准普尔500指数的收益超过了85%的基金业绩，为什么不鼓起勇气呢？”但是他创建的公司却建立在两个截然相反的原则之上：“选择最热门的基金经理”以及由此衍生的“不断变换基金来致富”，也许我有加尔文主义的倾向，但我对一个人的投资原则如此明显地与他经营的企业的投资原则相矛盾而困惑。林肯总统对此也不会感到愉快的。

上面的两个例子使我更加担忧，基金业正在放弃自己最基本的管理原则，取而代之的是以不计代价的基金销售作为原则。为什么这是一个很严重的问题呢？首先，这样的基金销售是极其昂贵的，基金投资者承担的以费率为形式的成本越来越高。15年来，如同基金资产规模的膨胀一样（见图15.1），基金的费率上升了50%（从1981年的0.97%上升到1997年的1.55%）。随着基金资产从400亿美元上升到2.8万亿美元，估计仅由基金投资者承担的成本（大基金比小基金的费率低）将从每年的3.2亿美元上升到了340亿美元，扩大了100倍，远高于基金资产70倍的增长。如果基金费率保持不变，由投资者承担的成本将为270亿美元，节约了70亿美元。而且由于基金管理和研究具有惊人的规模经济，费率还将显著下降，节约的成本还将更多。

共同基金专注于基金销售所带来的第二个问题是，通常基金投资者并不会从大的基金规模中获利，实际上，大规模扩张通常会有相反的结果。持有人给吹奏者付钱，却不能选择一支更好的曲子。在现实世界中，高成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

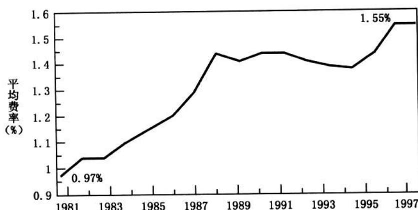


图 15.1 股票型基金的费率(1981～1997 年)

本会使市场收益与市场参与者实际获得收益之间的距离拉大,而使得持有人利益受损。这在货币市场基金中十分明显,其到期时间与质量受到联邦法律的严格管制。它在高等级债券基金(例如短期的联邦政府债券基金)中也极其重要,消极管理、低成本的指数基金超过了大多数积极管理的股票型基金,这种情形也是越来越明显了。

这两种趋势的分离产生了一个巨大的讽刺:基金持有人付出了更多的成本却不能获得相应的收益。实际上,高佣金变成了基金经理(或者搭便车的公开持有人)的高利润,这些基金经理整体上,总是获得低于其所参与的金融市场的收益。

这种情形不断发展,主要是因为管理作为基金公司中心功能(其他方面应该居于从属地位)的指导原则逐渐被弱化。这也不仅是原则的问题,还是一个是否遵守《1940 年投资公司法》的问题,该法案明文规定投资公司必须为股东的利益进行管理活动。

如何才能逆转这个不断恶化的趋势呢?基金投资者如何才能获得公正的待遇呢?经过很长时间的布道,我终于对共同基金独立董事扭转乾坤的作用失去了信心,尽管按照法律,他们应该将基金持有人的利益放在首位。能够依靠竞争来达到目的吗?竞争对经济活动中的很多领域都能起作用,但却在共同基金行业失败了。在股票型基金年回报率为 16.5%的牛市中,价格竞争的作用的局限已为人所共知,人们不再会顾及股票市场的年收益是 18.9%,因为这 16.5%的收益率很可能在我们的一生中不再会出现了。基金与市场之间如此巨大的差距主要是由于共同基金的成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所造成的。在一个不太繁荣的市场上，当投资者有更多信息的时候，竞争最终一定会产生作用。

竞争要产生作用，投资者必须先要有信息，才会形成认知，有了认知以后才能进行准确的判断，进而制定合理的理财计划。关于共同基金的过去收益、未来风险和实际成本方面的信息汗牛充栋。问题在于并非所有的信息都公开披露，更常见的是披露不充分、选择性披露，甚至根本就不披露。即使充分披露了信息，也会被没有意识到其重要性的投资者所忽视，或者在如此繁荣的市场环境中，投资者并不认为它特别有用。要求高的投资者，尤其是那些经过善于探究而富有思想的人士点拨的投资者，在使基金业回归到其基本原则的过程中将起到巨大的作用。

可以发挥作用的信息

我可以给投资者指出 6 个方面的信息来作为指导：(1)成本，(2)放弃收费，(3)业绩，(4)委托表决权，(5)备选投资策略，(6)投资指导。

你可以在选择基金的时候、委托投票的时候以及决定放弃哪些基金的时候使用这些信息，这一定会使你受益匪浅。“用脚投票”是获得积极改变的最有效方式，但如果你企图赎回基金的时候，一定要考虑税收成本。在这个市场估值非常乐观的时代，你所拥有的基金倾向于锁定你的金钱。

成本信息

对基金投资者来说，成本和收益、风险一样重要，在其他条件不变的前提下，过高的成本要么直接减少收益，要么增加实现目标收益的潜在风险。第三章已经说明了，成本是投资者面临的最关键的问题，对资产配置策略有重要的影响。高成本组合只有持有更多的股票头寸和更低的债券头寸，才能获得与低成本组合相同的收益。这一点必须谨记。

幸亏证券交易委员会(SEC)的时刻警惕，现在的基金招募说明书才能更充分地披露费率和销售佣金的影响。不仅披露投资者的实际成本，而且还对持有 1 年、3 年、5 年和 10 年做假设性的阐述。实际上，证券交易委员会只是提高了标准，成本披露的旧标准以1 000美元的投资为基础，拥有一只普通基金在 10 年中的成本就是 185 美元，看起来并不是太多。现在的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准是以10 000美元为基础的，成本就是1 850美元了，投资者，至少看了招募说明书的投资者也许会觉得这是很大一笔钱了。无论如何，在10年中，成本将侵蚀初始投资的18.5%，这是一个清晰而强烈的信号。对于成本非常低的基金来说，可能只有200美元，或者2%，这与1 850美元有很大的差距。几年前，我给证券交易委员会推荐过这个办法，我很高兴现在实行了。这有助于投资者关心成本的重要性，但另一个重要的成本仍然没有被披露，即基金组合换手中的交易成本。它只能根据换手率数据做一个大概的推断，基金招募说明书是会披露换手率的，但是，基金换手率的间接成本常常会和已披露的基金直接成本不相上下，应该要求基金对此作出估计并在招募说明书中予以披露。

我还要督促基金在年报中披露其费率与同行之间的差距，但是迄今为止还没有获得成功。随着时间的延续，成本经常会使得高收益组(或低收益组)和平均收益出现差异。但在目前典型的基金年报中，很难发现有关基金费率的任何参照(提示：看基金报表的最后，"财务特别说明"表中有一行，就在著名的"财务报表附注"和"独立会计师意见"前面，是最有用的)。除了我上面提到的基金10年成本表之外，证券交易委员会要求的要比基金招募说明书中要多得多。投资者应该督促基金不断突出成本并讨论其对收益的影响，也应该了解基金收益有多大部分为成本所消耗。目前，成本使得普通股票型基金的收益下降足足75%，从1.9%的总收益下降到不足0.5%的净收益，这未免太低了。迄今为止，成本占收益的百分数仍然没有披露。

放弃收费信息

不要认为只有我认识到成本的重要。基金业也是知道的，一些为高额净价值投资者量身定做的低成本基金甚至打广告说"其他因素保持不变，低成本会产生高收益"。当成本在基金业中被用作营销武器时，我们知道并没有真正降低成本使投资者受益，而是货币市场基金使用的"骗人把戏"，诸如"暂时"(长短并不确定)放弃收费和费率减让等，这样的成本减少方式就是误导投资者对货币市场基金可以获得持久高收益的判断。而广告出现后持续一天的货币基金收益率怎么能代表合适的年化收益率呢？只能这么说：成本是货币市场基金相对收益唯一具有决定作用的因素，投资者关心的就是这样的收益。

考虑这样的例子：一只货币市场基金通过暂时地放弃收费权，从1989



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年开始，在不到两年的时间中，其规模由 10 万美元上升到 1990 年 90 亿美元。然后这家基金就全额恢复了繁重的费用，也没有善意通知投资人。结果基金资产又逐渐缩水到 16 亿美元。因为收益在不断下降，精明的投资者明显赎回了基金，但是很多不太敏感的投资者仍然留在其中。这是基金营销（起了作用）和管理（失败了）之间可悲关系的一个纪实。

投资者应该寻找扣除所有成本以后的有关基金真实收益的信息，应该忽视放弃收费权的虚假信息。监管层应该禁止基金再公布经过粉饰的收益信息，除非这样的粉饰至少可以持续三年。对于那些只是通过暂时提供低成本以获得市场竞争优势的指数基金（有一只很大的标准普尔 500 指数基金，放弃收费权而看上去像一只低成本的基金，它在媒体上公开承认一旦补贴到期就不打算再放弃收费权。可有趣的是，它并没有在招募说明书中披露这一点），这种办法也是适用的。当然投资者也可以在这些低成本存在的时候，充分利用这一机会，不过这需要十分警惕，要随时关注放弃收费权何时到期。令人失望的是，基金发起人往往忽略了应该提醒投资者注意的职责。

业绩信息

在基金业中，传统上衡量基金业绩的收益率指标（对基金份额按时间加权）会高估基金持有人实际获得的收益（对总的净资产按货币加权），这并不是什么秘密。传统的方法简单、方便和实用，但并不能说明全部的事实。这个衡量指标对于一只资产从5 000万美元上升到 30 亿美元的基金有什么关系呢？是不是管理甚至操纵（但愿不要）一只小的基金会更容易呢？一个没有参加首次公开发行市场的基金经理在基金规模已经增长了 60 倍的情况下，是否可以继续保持成功呢？

这些问题的答案对投资者来说不是没有意义的。无论什么原因，在 1996 年 7 月 31 日以前的 10 年中，按传统的方法来衡量，年收益率最高的基金每股收益达到 20%，但是就在同一时期，用货币加权的收益率只有 −4%。投资者一定要注意这个区别，并要求基金在招募说明书和基金年报中公布货币加权的收益率和时间加权的收益率。[1]

[1] 传统的按时间加权的总收益，只是衡量基金份额资产净值的变动，这个数字需要对分红加以调整；而用货币加权的测量方法则有所不同，它将基金获得的变动收益与基金管理的资产变动联系在一起。基金管理的资产较多时获得的收益比基金管理较少的资产所获得的收益具有更大的权重。实际上，货币加权的收益反映了拥有基金份额的普通投资者的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在此情况下，你有权在投资前获得基金早期业绩的明确解释。基金经理在这个问题上倾向于保持沉默，但这是你必须知道的。例如在 1995 年，排名前十位的普通股票型基金都是新的，平均资产规模不到 1 亿美元，它们的收益都上升了 67%，是一般股票型基金 31%的平均收益率的两倍多。这是如何做到的呢？按照 5%的比例持有 20 种股票，每只股票都增长 67%吗？不可能。难道有 4 只股票的收益率为 180%，其他 16 只收益率平均为 39%吗？可能但未必靠得住。持有 80 只股票，其中 20 只的平均持有期为 3 个月？这是最有可能的。精明的人不会指望这些基金能够 3 次连续战胜市场，这也是不可能的。它们的平均收益在 1996 年是 5.9%，在 1997 年是 5.6%，这使得它们在 3 年的时间中比整个股票市场的收益要低 25%。基于过去收益做出投资决策的不太敏感的投资者，如果了解这些巨大收益的本质，就应该注意它们的危险。

你也有权获得更好的风险披露，但是，知易行难。风险是一个很复杂的事物，我认为关键在于基金相对于市场的风险。大多数投资者通常了解股票市场风险的本质，因此，我们主要讨论风险的第二个和第三个因素：目标风险（例如，大盘价值型还是小盘增长型）和经理风险（经理在其目标中的表现如何）。因为经理风险是不可预测的，而目标风险比较稳定，不随时间而变。对基金总的季度收益与股票市场指数的简单比较，就包含了这两个风险因素。图 15.2 表明了这两种收益，并说明了基金风险容忍度的一

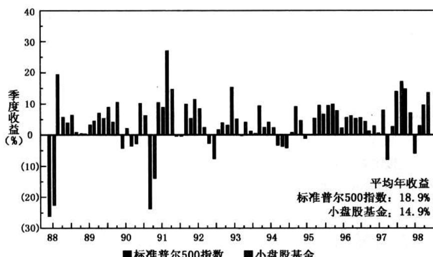


图 15.2 风险衡量：季度收益对比（1988～1998 年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

般性质。大盘指数基金的柱状条几乎一样，但对小盘激进型成长基金，却完全不同。为了强调相对风险比基金收益更加具有可预测性，我建议在基金招募说明书中也要包括这样的图表。尽管证券交易委员会没有采纳这个建议，但要求基金必须披露前 10 年中，每个季度的最高收益和最低收益。这个披露是一个很大的进步，但是如果可以披露股票市场指数的季度收益，投资者就可以知道基金的风险比自己期望的是大还是小。

委托表决信息

鲜有基金投资者会费神去阅读基金发布的委托申明。这些申明很少强调持有人批准顾问费上涨的提议，甚至索性不公布这些内容。媒体经常发布业绩吹嘘、明星经理或者创纪录的现金流，而不会讨论基金经理希望继续隐瞒基金投资者的事项。经理们知道，如果投资者知道太多的话，很可能会说“不”的，或者“用脚投票”赎回基金。投资者能够自我保护的唯一方式就是注意基金的代理陈述，尽管它充斥着拐弯抹角或不实的表述。作为持有人，如果你仅仅为了自己的利益来行事，也会遏制基金业顾问费和认购费肆意增长的趋势。

假定持有人没有注意，或者相信基金董事会保护他们的利益，就会发生滥用职权的现象。在公众忽视的掩盖之下，出现暗箱操作。比如，一个大的基金集团可以在一年的时间中，将费用提高一倍。在 1991 年 12 月，基金持有人收到委托许可书，要求同意将投资顾问费提高 50%。基本费提高 25 个基点，从 0.5%提高到 0.75%。理由是成本增加、基金管理难度加大和研究活动增加，而实际情况(天晓得!)是基金费用“低于平均水平”。我认为没有披露的却是，费用增加很可能使基金经理的税前利润提高了一倍，而投资者居然如期批准了这一建议。

获得了这么多的利润，仅仅 7 个月之后(请不要惊讶)，管理层就将该投资组合以 10 亿美元的价格卖给了竞争对手。这时它再次要求持有人不仅批准控制权的变更，还要同意另外 0.25%的费用上涨，这次上涨的是 12b—1 认购费。因为转让价格的大幅增加，管理者(和新主人)又获得很大的利润。新的费用使得基金费率提高到 1.19%，比不到 1 年前的 0.75%增加了 60%(随着基金资产增加，基金管理人收到的年费用从4 500 万美元上升到了 1 亿美元，增加了 125%)。基金董事履行法定义务评价了这份提议，认为新的收费标准是合并所造成的，并没有不公平的负担。加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上表面上独立的董事都同意了，又没被告知管理人的利润有了大幅上涨，持有人又一次忠实地批准了这个提议。

这则趣闻展现了基金业随处可见的通过两个步骤来提高基金费用的一个缩影。第一步，提高了向管理层支付的费用支出，但不披露这些收入有多少用于额外的投资监管和研发支出，也没有披露又有多少用于市场营销和增加了管理者的利润。第二步，进一步提高认购费(因为向经纪人支付的补偿金如果有吸引力，"可能"会提高基金的销售量)，而没有披露更高的销售量对持有人绝对没有好处的事实。如果在基金管理和基金销售这两种文化的冲突方面有更好的例子，我一定要把它找出来。基金管理者应该要披露他们的收入和支出(分别揭示管理、市场营销和行政成本)，以及他们从单只基金和整个基金集团所获得的利润。

想像一下，如果三大汽车销售商中的一个将新车的平均价格提高了60%，比如从16 000美元提高到26 000美元，消费者是什么样的反应。这在激烈竞争的汽车市场是绝对不可能发生的，这里有真实的价格竞争。但在共同基金市场上，这种情况却接二连三地发生。基金的顾问费不是由市场决定的，而通常是由基金董事长与基金总监协商一致后向董事会建议的，他们往往就是同一个人。基金持有人如果不把他们对汽车价格的关注，也同样放在基金价格上，就未免太对不起自己了。

有关备选投资策略的信息

现在的基金业在某种程度上是建立在迷信之上的。长期牛市和传统(但却是虚幻的)观念使得人们迷信那些所谓的"专家"(特别是"热门基金经理")会比常人做得好。已经被投资者明显忽略的一个经验规律就是：基金的净收益迟早会回到并最终会低于市场均值。投资者还没有意识到传统的管理型基金并不是唯一的投资方式。长期持有个股不仅是英明的，也是更加具有税收效率的。市场指数基金也是一个很好的选择。历史记录表明，低成本的市场指数基金给长期投资者带来很好的收益。那位著名的赌场论者说过，它的收益比所有85%的股票型基金都高。

我知道指数基金是非常乏味的，它们并不迷人、也了无新意，指数基金经理虽然不是低能儿，但也没有几个天才，他们不想"战胜市场"。具有讽刺意味的是，只是在近年来指数基金(经过20多年运作后)才获得了应有的重视。然而，可悲的是，这种承认还是由于在过去3年，标准普尔500指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数获得了杰出的业绩（在基金中占前6%，可以说在未来的任何三年几乎都不可能了），而并非由于指数基金卓越的长期表现。指数基金现在很“热”，但这是投资指数基金的愚蠢的理由，我们早该重视指数基金的投资原则而不是其短期的业绩。现在不仅是要注重指数基金，而且要注重低成本的指数基金。成本低、广泛分散化和有税收效率才是消极管理策略的真正好处之所在。大约40只指数基金收取认购费，还有25只指数基金的费率在1%以上。正如威廉·萨菲尔（William Safire）所说，“忘记它吧”。

指导投资的信息

不论你是否同意基金收益的均值回复和成本对基金业绩会有影响，你最终还是需要投资什么基金的建议。对绝大多数投资者，这取决于他们认为哪个基金将会带来最高的未来收益。投资者不会考虑成本的作用和均值回复，他们只看基金过去的业绩。各类金融媒体会将最新的明星基金经理奉为名人，并预测未来10年（或者是未来1年、也许是未来若干年）最好的共同基金，这显然会影响投资者的选择。如果这些媒体对自身的评判与对基金业绩的评判同样苛刻的话，投资者将获益匪浅。“己所不欲，勿施于人”。如果将“推荐表”上的基金在此之后的运作业绩加以披露，相信投资者会对这类排行榜的可信度表示怀疑。无论对媒体还是对基金，明智的投资者应该要求他们对其言论负责。

一份全国性的半月刊，在25年来每年都会公布基金的“光荣榜”，自1973年以来，上榜的基金年平均收益率是12.5%。而威尔逊5000指数的收益是14.7%，而且在过去的15年中有14年超过了这些上榜基金的平均收益。此外，这些基金的风险还比威尔逊5000指数的大，并且在过去24年的4次市场下跌的年份，这些基金的下跌程度更大。但是该杂志每年在更新排行榜的时候，为什么不把这个事实告诉投资者呢？

一份全国性的月刊在最近的一篇文章中，发布了“根据过去业绩选择基金”的结果，但是并没有将其收益与市场指数进行比较，也没有报告所选取的10只基金的累积平均收益。它告诉读者，“我们对这个选择相当满意”，你只能凭空想像其原因。他们所列的基金两年的收益是14.7%，只有同时期市场指数20.1%的收益的2/3。试问投资者对这样的业绩会“相当满意”吗？为什么？应该要求那些声称为投资者提供投资指导的人充分披露有关信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类似世界语的奇思妙想

回到中心议题：如果你同意我的分析，你就可以通过寻求基金成本、费用上升、业绩和风险、替代性投资策略和投资指导的完全披露，自己根据掌握的重要信息来对基金进行合理的评价。这样做，你就可以纠正目前以牺牲基金管理来提高基金销售的不合理趋势。我深信回到我的第一个原则可以使得共同基金的投资者受益无穷。

让我拿政治作为对比来扩展一下这个议题。世界语是"一种超越宇宙的语言"。按《纽约客》政治专栏记者迈克尔·凯利(Michael Kelly)的说法，一个世界语者"是某种统一场论者，他相信某个伟大的概念涵盖一切，足以将所有的事物统一在一起"。[1]

凯利先生认为1996年的两位副总统候选人杰克·开普(Jack Kemp)和戈尔(Gore)是"类似世界语的狂想家，即使没有超常的才智，也一心想成为才智超常之士"，凯利认为"杰克·开普是资本主义的信徒，他认为总是能够适当地构造货币机器并保证其正常运转，这将推动世界永远走向幸福"，而戈尔"是一个系统论者，相信万物都有联系，使其正常运转的核心就是让每个部分各司其职，从每人自身开始，然后推及他人"。凯利最后说："每个世界语梦想家都梦想着，如果能向足够多的人，足够清楚、足够具体、足够深入地解释，那么最终每个人都会理解，所有事情都将被解决。"

如果讨论的是共同基金业而不是政治，凯利先生能够很容易用简洁的笔触描绘出我强烈而简单的信念。但是，不要给我贴上世界语梦想家的标签，要认真考虑我的设想，克服这个行业大多数不足之处的方法就是回到我们的首要原则，这就是：注重管理而不是基金销售；注重专业能力和自律，而不是短线操作和投机；注重受托责任和通过低成本来增值，而不是资产累积和用过高的成本浪费财富。

只有当我们确立了一种制度，改变对基金治理和控制的关注，这种变革才会发生，这就是那个"伟大的思想"。现如今，这个改变的实现几乎都

[1] Michael Kelly, "Cranks for Veep", *The New Yorker*, 72 (29) (September 30, 1996), p. 40.



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寄托于基金公司的所有者和管理层，毫无疑问，他们也追求好的基金业绩，但更关注个人利益的最大化，在两者明显的直接冲突方面，他们看上去未能成功地加以平衡。而这个矛盾必须解决，共同基金的运行，必须要置于董事会英明的治理机制之下，基金董事必须将投资者的利益放在首位，对他们来说，基金业绩是利润的唯一测量指标。

近年来，管理的原则，包括受托责任、专业能力和自律，以及注重长期，已经受到基金销售和资产聚集的侵蚀，而且要重新回到这些原则看起来还有很长的路要走。但明天是另外一回事，既然我已经向你解释了，并且我希望如同凯利所写的那样“足够清楚、足够具体，足够深入地解释了其原因，你将看到，一切都会得到解决”。托马斯·潘恩(Thomas Paine)曾十分雄辩地指出“适当好总是不及应该的那样好，中庸之道是一种美德，但对于原则性的问题却并非如此”。据说，共同基金原则上做得最好的是“适度”，现在是呼吁共同基金业坚持重要和传统的原则不动摇的时候了。如果投资者要求变革，他们的利益才会有所保障。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十六章 基金销售

——信息即媒介



在 1967 年，一个名叫马歇尔·麦克卢汉(Marshall McLuhan)的“新生代”作家写了一本名为《媒介即信息》(*The Medium Is the Message*)的书。他的观点就是在现代社会进展忙乱的生活节奏中，大众传媒以闪电般的速度控制了我们绝大多数的信息。我们从电视、娱乐和新闻节目中得到的信息与在书报杂志上得到的信息有很大差别。例如，在新闻媒体中，平实详细的报道曾经是最佳报纸的标志，现在也不得不让位于电视报道，而这些报道一般都是肤浅的、持续 30 秒钟的对当日事件囫囵吞枣的回顾。在他这本书出版 30 年之后，因特网已经成为接受和处理信息的全新的媒体，传输信息的速度与范围呈几何级数增长。麦克卢汉超越了他的时代，他的观察力看起来在今天还具有深远的意义。

为了讨论基金业中市场营销的作用，我对麦克卢汉先生有所冒犯，将他的标题颠倒一下，就得到了本章的副标题“信息即媒介”。因为在基金业，市场营销成为了最主要驱动力量。基金业向投资者提供的，塑造着基金实际上提供的服务及其成本。用一个古老的带有贬义的表述就是“我们过去出售我们制造的东西，但现在是制造任何可以出售的东西”，市场营销的信息压倒了投资这个媒介，马车现在是在拉马了。

在 1924 年基金业创立后的前半个世纪的大多数时间，共同基金主要为投资者的利益服务。负责管理他人钱财的投资顾问管理着基金，独立的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主承销商负责销售。实际上，很多最大的基金公司不负责基金的发行和市场营销，也不承担其成本。但在过去的10年，基金公司的业务重点从管理加速转向了市场营销，这种趋势背后隐藏着不祥之兆。

过度强调市场营销带来4个主要的问题。第一，将使共同基金持有人的支出大量增加，减少其数百亿的收益。第二，这些大的开支不仅会直接降低持有人收益，而且因为吸引来更多的资产将会进一步降低基金的收益。第三，共同基金经常四处兜售，说得天花乱坠，受到蛊惑的投资者潜在的收益降低而风险增加。最后，也许也是最重要的，基金销售的动力改变了投资者和基金之间的关系，投资者不再被认为是基金的所有者，而只是投资顾问的客户而已，在这一点上，共同基金不再是职业经理人为持有人服务的投资账户，而仅仅是专业营销商控制之下的投资产品。

财富不再是目标

市场营销和基金销售的代价不菲，目标不再是财富，而是基金投资者的钱。基金经理利用这些钱获利，从资产规模扩张中获得大量酬金。在增长曲线的起点，基金持有人可能会得到一些规模经济的好处，但基金经理拿了大头。当基金资产增加到很高的水平时，基金将会变得没有活力，丧失执行使之获得成功的投资策略的能力。

报纸、杂志和电视上的商业广告大约每年要花掉投资者10亿美元来塑造基金的品牌形象。其他的营销手段，比如直邮、宣传册、促销活动等都是极其昂贵的，基金为了在市场中占据一席之地所需的巨额花费进一步增加了营销预算。基金经理每年花在市场营销上的钱超过100亿美元——占1998年投资者支付给基金公司500亿美元中的一大块——不算稀奇，它远远大于投资者为了持有基金而表面上支付的每年30亿至40亿美元的服务费。基金持有人支付的这些“管理费”正被源源不断地用于市场营销。

基金发行成本的上升主要来源于一种新奇的收费制度：“12b－1费”(之所以得名是因为它获得了证券交易委员会规则第270条第12b－1款的批准)。在1980年10月以前，证券交易委员会禁止基金经理使用基金资产进行销售，基金的发行费用主要来自销售佣金(购买基金份额的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者支付给经纪公司的佣金)，佣金最高占整个交易价值的 8%(基金份额价值的 8.7%)。自 1924 年首只基金诞生以来，这种传统制度就发挥着作用，但在 1973～1974 年的熊市中，它变得越来越难以为继了，这时市场开始出现了免佣基金，不收取任何销售费用，在新的竞争之下，最高费用逐步下降到 6%。

为了赚取等额的收入来冲销基金发行成本，也为了显示附佣基金与免佣基金其实一样好，基金业和出售基金份额的经纪人制定了一套富有想像力的计划，从而使他们继续获利。他们提出了一个选择：用两项界定模糊的费用来取代十分明确的 6%的认购费：一项是按基金资产收取的年销售费(如每年 1%)，另一项是递减的一次性赎回费(所谓的后期佣金)，在 1%的年费达到 6%之前，如果投资者就想赎回，这项费用就可以弥补二者之间的差距。例如，如果投资者在支付了两年的 1%的佣金之后就赎回的话，则赎回费用就是 4%；6 年之后一般就没有后期赎回费了(但并非总是如此)。这个算数并不十分合理(当基金资产随着股票市场增值的时候，持有人的成本实际上是上升了)。实际上，其结果相当于用累积的年费取代了一次性的前期费。

打开潘多拉之盒

这个看似无害的改变却带来了一连串更有害的情况。证券交易委员会规定：基金只有在满足了收取 12b－1 费逐条规定的条件下(包括征得大多数独立董事的同意)，才能将基金资产用于支付其销售成本，不论基金是否改变其收费结构，12b－1 费可以作为附加费来收取。实际上，甚至允许免佣基金也收取这些费用。在某种程度上，现代的潘多拉之盒甚至以潘多拉都不能预想到的方式打开了，几乎无穷的资源都可用来促成基金业向以市场营销为重点的转变。

在 20 世纪 70 年代市场崩溃之后的萧条时期，基金业正在为基金净赎回和资产缩水的灾难而战，基金经理们提议，为了让基金业能够为投资者创造规模经济，它需要收取一些费用来阻止赎回并刺激增长。可悲的是，治疗手段远比病痛本身更为可怕。就算 12b－1 费用只有基金资产的 0.25%(可以称作“免佣”基金的最高收费水平)，也高到任何可预见的规模经济所带来的收益都不能弥补的程度。

例如，一只基金成功地将资产从 5 亿美元扩张到 50 亿美元，其早先的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费率可能会从 1.1%下降到 1.0%，但是因为有了额外 0.25%的 12b－1 费，新的费率就是 1.25%，比原来的费率增加了 0.15%。当基金规模较小的时候，年费用为 550 万美元，但如果规模更大，基金每年的总支出将会是 6 250万美元。从这一点上来说，基金经理每年都会有 1 250 万美元用于市场营销，基金持有人的收益也将等量减少。

在 20 世纪 90 年代末，12b－1 费已经很普遍了，13 000 只基金中有 7 000只——包括 60%的股票型基金，67%的债券型基金和 35%的货币市场基金——都收取此类繁重的费用。[1] 随着基金资产的扩张，12b－1 费的水平也在增加。自 1980 年以来，基金资产已经上升了 35 倍，达到 5 万亿美元。而 12b－1 费在 80 年代初还不存在，在 1984 年，只有占资产 0.08%的基金收取此项费用，而到了 1998 年，2/3 的基金中平均 0.4%的资产收取 12b－1 费，每年收取的金额超过了 60 亿美元。自 1980 年以来，基金数目增加了 10 倍，基金资产扩大了 20 倍，收取 12b－1 费的基金比例扩大了 30 倍，12b－1 费的水平也有了大幅度的提高。表 16.1 显示了 12b－1 费率与基金资产的关系，以及基金持有人支付的市场营销费用。

表 16.1　　12b—1 费的上升

	1980	1984	1986	1988	1990	1996	1998（估计）
年末基金资产（10 亿美元）	135	371	716	810	1 067	3 539	5 100
12b—1 费率*	0	0.08%	0.16%	0.33%	0.36%	0.39%	0.40%
每年总的销售费用（10 亿美元）	0	0.1	0.37	0.85	1.2	4.4	6.5

* 收取 12b—1 费的基金资产的百分比。

说说你对这些费用的评价吧，65 亿美元真的是一个很大的数目，极大地增加了基金持有人的负担。基金持有人最好也只能收支相抵，不然就是入不敷出。他们为这些费用买单，但基金经理可以用这些钱获得更多的资产来进行管理，享受高管理费从而高边际收益的好处。令人奇怪的是，没有任何证据表明收取 12b－1 费的基金比不收取该项费用的基金获得了更

[1] 尽管现在股票型和债券型基金的总数超过了13 000只，但是很多基金代表了相同基础组合中的不同股票类别，一个组合也许包含 3～4 种不同的股票类别，如 A 类、B 类和 C 类等，每一类的费用结构不同。如果根据基础组合来区分，大约有 8 000 只不同的股票型、债券型和货币市场基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大的市场份额。12b－1 费的收取并没有实现其初衷，即增加市场份额以追求规模经济。

悲夫，甚至基金持有人在 1998 年支付的惊人的 60 多亿美元的 12b－1 费还不足以弥补基金发行费用和营销费用。一些基金管理人从投资顾问服务中获得了巨额的利润，而不是降低费用来使持有人收益，他们将大部分开支用于基金销售，却没有履行作为受托人的义务，也没有征得基金持有人的批准就收取 12b－1 费，他们没有受到独立董事的监督(不管其对持有人的价值是多么有限)，12b－1 费也没有受到媒体和统计服务的谴责。实际上，没有什么办法能阻止基金将顾问费提高 0.25%并将其用于市场营销，许多基金看起来正是这样做的。

庄家收取的台费

基金超市的成本进一步增加了销售成本，这是一种新的销售形式。“货柜空间”(借用于杂货店的术语)持续增加。目前约占资产 0.35%的基金可以从超市购得，以这样一个比率，持有人每年大约要向最大的超市支付 2.5 亿美元，而在“免费”市场上销售的基金也有 700 亿美元。这些费用要么直接由基金来支付，要么从 12b－1 费计提，或者以提高基金交易成本的佣金安排来扣除中介费，如果投资顾问愿意接受更低的利润，还可以从得自基金超市中的资产中扣除(如果没有超市费，利润的减让可很容易地从基金持有人那里得到补偿)。

这些费用与赌场的情况可以一比，随着越来越多的基金投资者在更短的时间里买卖基金份额，庄家收到了越来越多的台费。没想到免费的轮盘赌其实具有很高的成本，因此，大量的投资者蜂拥而至。赌场的资产在增加，庄家的利润在飞涨，基金投资者在赌场中进进出出地交易，到晚上收摊时，庄家已经赚了个盆满钵满。

不论基金超市给前来光顾的投资者带来了多少价值(如果有的话)，也不管买卖与否，基金持有人都必须为之支付成本，因为所有的投资者共同承担营销费用。但是基金投资者却很少被告知此类“超市费用”，也许基金经理本就有权自由支配这笔费用。但无论如何，既然基金经理愿意从超市带来的新持有人按资产缴纳的管理费中拿出 1/3 支付给超市，那他也能很容易地减少现有的没有使用基金超市的那些持有人的费用，但是这并没有发生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

充分披露 12b—1 费

对基金投资者来说更糟糕的事情是(当然对基金经理来说是好事),基金超市的成功给基金的投资策略带来了巨大的挑战,这个挑战对于奉行进取型投资策略的基金来说,也许是不可克服的。高换手率和关注小盘股的基金,其投资活动经常会被基金超市投资者的申购和赎回行为弄得一团糟。对于投资策略比较稳健或者持有大盘股的基金,这种伤害要小一点,但仍然存在,基金持有人付钱来促进基金增长,但却以遭受损失作为回报。

最近,哈佛商学院有一篇博士论文认为:“没有证据表明 12b—1 费能够给支付此项费用的持有人带来任何好处。”[1]相反,还会给基金持有人带来不少坏处。研究表明,没有 12b—1 费的基金的收益要比收取该费用的基金每年高 1.5%,这是一个惊人的和十分显著的差距。

收取 12b—1 费的债券型基金的总收益只略高于没有收取该费用的债券型基金,但是收取了这项费用之后,风险要高出许多。研究表明,收取 12b—1 费将消耗债券型基金收益的 25%,对此,一个相对简单的“补偿”就是增加风险。对于未告知这种相互抵偿关系的持有人来说,这并不是一个令人愉快的结果。正常情况下,风险和收益之间的权衡是一对一的,这里变成了零对一的权衡,除了对基金管理人外,对其他人没有任何经济意义。

即使对最幼稚的人来说,也再清楚不过了,基金不能靠浪费取得成功。一只表现很差的基金花费数百万美元也不会克服投资管理人的缺陷。基金公司如同商业企业一样,无法保证能够生存下去。

12b—1 收费计划在理论上并不一定是错误的。但是,这要由支付销售费用的投资者来判断,只有向投资者充分而清晰地披露后,并通过降低未来的成本来补偿时,收取 12b—1 费才是合理的。但在实际中,12b—1 收费计划并没有达到理论上的合理性。持有人代理人应该说但没有说的事实是,“这个计划将增加基金支出,并相应减少收益。没有证据表明现金流入将提高基金业绩,现金流出将降低基金业绩。基金资产的增加并不一定会对持有人有利,却肯定增加了管理费,这些额外的收入可以用来提高管理者的利润、支付有利于持有人的研究费用,或者提高基金份额的销售,

[1] Nicolaj Siggelkow, “Soft Dollars and 12b—1 Fees: Agency Issues in the Mutual Fund Industry,” paper submitted to the Harvard University Department of Economics and Graduate School of Business Administration (March 9, 1998).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而这并不能给基金投资者带来好处。”或许，这样的披露是永远不会出现的，对此千万不要感到奇怪。

兜售产品、隐瞒风险

对投资者来说，不仅营销成本是一个负担，不遗余力追求更多的资产也有致命的负作用：未经市场考验的新产品的创造和推销只在一时具有吸引力。这对于一个曾将稳健投资作为终生任务的共同基金产业来说，并不是一个可靠的策略。然而近年来，基金业至少给投资者带来了三个对市场营销而不是对投资有意义的基金新品种：政府类基金、短期全球收益基金和浮动利率按揭基金。

政府类基金，“投资于安全的政府证券并获得高收益”，十来只政府类基金成立了刚 2 年，就于 1987 年达到了其顶峰，聚集了 300 亿美元的资产。其中有一只在美国国债收益率不到 8%的情况下，竟然宣称能提供 12%的收益率，凭常识就知道这个收益率是假的，净资产价值将会下降，收入不可能持续，这就是后来 7 年所发生的情况。那些无知、无辜、年迈的基金持有人再也没有收回失去的资本，政府类基金的资产规模大幅下降。最后，他们放弃了这个毫无建树的策略，并经常变换名称，再也没有听到过他们的消息了。

另一个是短期全球收益基金，这个概念是在 1989 年突然出现的，那时短期国际债券的收益率在 10%以上。这个收益率很快吸引了投资者总共 250 亿美元的资产，有 40 只基金参与其中。不过这个概念迅速地陨落了。在 1992～1996 年间，此类基金的平均年收益只有 2%，净资产价值急剧缩水，几乎抵消了所有的净收入。短期全球收益基金变成了一堆废纸，到 1996 年总资产只有 25 亿美元，最终，这类基金也消失了。

最后是浮动利率按揭基金，在三种劣质基金中表现最好，但也免不了失败的命运。它宣称类似于货币市场基金，价格相当稳定但收益更高，很快就非常流行了。到 1992 年，37 只浮动利率按揭基金吸引了 200 亿美元的资产。但在接下来的三年中，平均年收益率只有 1.5%。而且资产已经不到 50 亿美元了，许多基金更改了其目标和名字，到 1996 年，这个类别的基金也消失了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以上的三个例子表明在当下流行的、允许炒作向投资者提供的金融产品的时代，信息可以变成媒介。每一种情形下，基金持有人都要为掌管权力的吹鼓手付钱，基金业证明了其营销才干，但由于管理能力的低下，并不能给投资者带来期望的合理收益。基金持有人无辜地损失了资本，却连个道歉都没有。对充满创意的营销来说，过去的 10 年也许是一个伟大的时代，但绝对不是有投资信誉的 10 年。

这样长篇累牍的抱怨出自我对共同基金的关心，这个曾经谨慎管理他人钱财的信托服务，已成为另一种消费品业务。这两个因素在基金业中并存了很久，但是我想自 20 世纪 80 年代以来，平衡已被打破。业务方面不计成本的市场占有，得到极大的提升；而信托方面，合理的投资计划、公平定价和充分披露等都相应下降了。投资者不再是基金的所有者，而是变成了基金的客户。

是所有者还是客户

基金投资者作为客户而不是股东的现代概念，其接受程度如何呢？让我们来看一下晨星公司（著名的《晨星共同基金》杂志的出版商）的总裁道·菲利普斯（Don Phillips）和基金业之间的争论。菲利普斯先生要求新的基金招募说明书应该使得投资者更加容易获取和理解，应该用下面一段作为开头：

当你购买共同基金份额的时候，你就是投资公司的股东了。作为所有者，你拥有特定的权利并受到保护，而作为相当独立的董事会，它的主要作用就是保护您的利益。

相反的观点也不绝于耳。作为行业交易协会的投资公司研究所（Investment Company Institute，ICI）的总裁反对通过这一提议，说菲利普斯先生是“整个基金业中唯一”要求那样做的人。证券交易委员会支持投资公司研究所，既没有要求在新的招募说明书中提到所有权的概念，也不要求它是一份更详尽的法律文书。

但我要正式声明，我强烈支持菲利普斯先生的立场。将共同基金仅仅看成是一种产品（或者用可怕的行话来说，是一个“打包后的成品”），就等于承认营销信息应该超过信托责任。投资者是所有者而不是客户。与会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计师与律师一样，共同基金对投资者负有信托责任。

投资公司还是销售公司？

那么当市场营销取代信托责任成为共同基金的推动力量的时候，投资者为什么需要担心呢？因为这将直接影响到投资者的利益。资深财经记者杰森·韦格(Jason Zweig)在1997年中期的行业论坛上，用优美的言辞深入地阐述了这一分歧：

今天，直面未来，我们必须要决定的问题已经相当清楚，那就是，你首先是个营销公司还是投资公司？你只能成为其中的一个，而不能对二者同等重视。

销售公司和投资公司有哪些区别呢？让我们列数如下：

- 销售公司有一群疯狂的科学家在实验室专门“策划”新基金，如果新的基金不奏效，就将其抛弃，投资公司不会这样。
- 销售公司不论基金的规模增长多大，都会收取固定的管理费，并保持相当高的费用水平，投资公司不会这样。
- 销售公司不论基金变得多大和多难控制，也不会将新投资者拒之门外，投资公司不会这样。
- 销售公司会对最小的基金的历史业绩大肆宣传，即使知道基金收益将会随基金增长而下降，投资公司不会这样。
- 销售公司因为销售而不是因为有更好的投资项目才创造新的基金，投资公司不会这样。
- 销售公司宣传其收益来推销债券型基金，有时使用“最好”的字眼，有时会在宣传材料中运用像阿尔卑斯山那样陡峭的图表，而投资公司不会做任何一件这样的事情。
- 销售公司不仅根据投资经理的业绩而且还会根据资产规模和现金流来支付薪金，投资公司不会如此。
- 销售公司渴望现有的股东支付任何价格、承担一切费用，以便通过所谓的基金超市来吸引无限新客户的加入，投资公司不会如此。
- 销售公司很少或者几乎没有警告客户，告诉他们市场不会一直上升，过去的收益基本上没有任何意义，当看上去最安全的时候，其实是最危险的，而投资公司反复这样提醒它的客户。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● 销售公司仅仅简单地要求"只要今天好就可以了"，但是投资公司会问："如果明天市场下跌67%，我们公司运作的各个方面都将出现什么问题？我们应当采取什么措施，如何应对呢？"

因此，你必须要做出选择，你要么主要是一个销售公司，要么主要是一个投资公司，不可能同时身兼二任，无论倾向于哪一个，都必须放弃另外一个。

基金业是一个信托业务，我认为有两层含义。一方面是信托公司，另一方面又是追求利润最大化的企业，也应当如此。然而从长期来看，除非强调将信托放在首位，否则作为一个企业是不可能生存下去的。

在短期，作为一个销售公司而不是投资公司是可以盈利的。但在长期，它无法取得辉煌的成就。[1]

我十分赞同这个坚持道德原则的记者的理论，但在会议晚宴上，他受到一些听众的大声辱骂和挑衅，他关于市场营销超过管理活动会使投资原则居于次要地位的公正评论，让这些人感到不快。这是因为他的听众主要是那些成本很高的共同基金的广告商。我毫不怀疑，如果他的听众是基金经理和分析师的话，他的演讲一定会受到长时间的起立鼓掌。

新闻界获得的信息

市场营销是基金业的主要推动力和基金业提供的是一种产品的说法现在已经十分流行了，几乎没有必要确认。但是为了消除任何疑虑，我将一些金融出版物上的言论转录如次：

● 《投资新闻》

标题："对推销员来说基金是什么呢？另一听豌豆而已。"

内容：基金经理面临的挑战是：如何脱颖而出，将产品卖出去……基金业正转战于消费品市场——像牙膏的销售一样——要从竞争者中取得优势……基金要取得优良业绩和专业投资变得很难……但不论你出

[1] 杰森·韦格1997年未公开发表的演讲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

售一听豌豆还是一只基金，基本的营销原则是相同的。

- 《机构投资者》

照片加标题，引用一个大型基金集团的高级经理的话作为标题："在长期，我们认为基金销售最重要。"

- 《基金销售警示》

标题："品牌看似重要，但却与费用无关。"

内容："70%的投资者认为一个著名的品牌很重要，但多数人不知道他们正在付的各种费用，60%的人不知道他们是否支付 12b－1 费，被问及是否支付顾问费的时候，40%的回答是否定的。"

- 《华尔街日报》

标题："共同基金销售产品有新招。"

内容："共同基金开始使用他们的新招来销售了，所用的方法和卖麦片和洗净剂的一样……基金超市的货架上堆满了产品，因此，市场营销的预算已经破了纪录。"

标题："既然更难成功，共同基金公司正在计划闪电战。"

内容："基金经理们发现要战胜市场已经越来越困难了，因此，品牌识别已经成为消费者争夺战中又一个重要武器……业绩不再是基金可控制的变量。"

- 《共同基金市场新闻》

标题："更多的基金管理人寻求市场营销。"

内容："就像有形的消费品一样，基金制造商希望占据超市的主要货架……他们要投资者热爱其品牌，并且不断回来购买更多的产品……成功的决定因素不再是专业化的管理，而是对正确的观众展示正确的产品。"

- 《金融世界》

标题："华尔街上的品牌战争。金融服务公司正斥巨资在品牌上，以此控制你的资产。"

内容："著名的公司不是以低费用和高收益作为制造产品的导向……他们致力于形象建设……一位行业领袖声称'要使我们的品牌像百威、麦当劳、IBM、微软或者汽车公司一样'，关键是基金销售创造需求，当然除非他们能至少给人以高收益的印象，否则就无法证明高收费的合理性。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产积聚才是真实的业务

但是，很少有人质疑如今的基金业将走向何方。颇有声望的投资银行高盛公司在1995年的一份报告题为“共同基金业的不断演变”，中谈到：“货币管理不是货币管理行业真正的业务，真正的业务是聚集并留住资产。”1998年更新的一份报告更强烈地重申了这个结论：“成功的关键因素正在从产品的制造向产品的销售转变。”

尽管仅有一个财经记者考察了这种有害趋势对基金持有人的负面作用，但媒体十分清楚如今这个业务的本质。有一点要明确的是：因为不能提供超过市场的收益——实际上在牛市的收益后面已经跟得气喘吁吁了，共同基金业放弃了传统的“管理”的口号，取而代之的是“营销”，劝说的艺术已经战胜了执行的艺术。

如果市场营销的开支会减少并有害于基金的收益，那么让现有的持有人承担吸引新持有人所产生的成本就是反常的和不公正的。逻辑表明，新持有人受到基金超市诸如“最近业绩最好的基金”、“免费”等广告词的诱惑加入进来，是呆不了多久的。他们对短期收益更加敏感，能够自由地转移自己的资金。因此，他们频繁地更换基金，基金投资组合必须不断买卖股票来满足这种资金流入流出的影响，由此产生的额外的换手成本将由现有的持有人来承担。牺牲长期持有人的利益为短期交易者，甚至是赌徒服务，对于销售公司也许是一个成功的策略，但对于投资公司来说，是不可能成功的。

基金公司滥用高成本的营销策略取代良好的管理策略，已经到了无可救药的地步。如果有足够的信息，个人投资者可以轻易地拒绝那些公开收取12b－1费的基金。基金持有人可以投票反对这些费用，尽管他们过去很少这样做，但是在将来也许有机会这样做。他们可以乞求基金的独立董事回到以前的承诺，尽管基金董事采取让管理层感到意外的行动的记录说明，这是多么的不可靠。

12b－1病有什么治疗方法呢？最好的就是阳光疗法，让信息公开，增加其透明度。证券交易委员会应该将这件事情提交公共辩论，收集并详细发布一系列行业统计信息，包括顾问与销售费用、组合管理和投资研发费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用、广告和市场营销服务费、基金运作费以及基金管理人的利润等。

共同基金应该要有更高的标准。我们不是在卖护肤品或者脱衣舞。我们不应该出售希望、梦想、年轻和苗条。我们不是一堆品牌(如宝洁、百威或者可口可乐)的集合，我们不应该像兜售消费品那样推行激进的市场营销策略。共同基金的首要职责是——至少应该是——为投资者打理他的储蓄。

我们所需要的就是共同基金业应该要更加注意对持有人资产的管理而不是基金份额的销售。我们需要对基金是什么及其服务对象重新进行定位。将投资者看作是持有人而不是客户将回归到信托责任的最古老的原则，这早就该发生了。而将共同基金看作是信托资产而不是产品将为改善基金持有人的利益迈出重要的一步。制造任何可以出售的东西，而不关心是否经过了时间的检验，这完全忽视了客户的利益。制造一些好的产品，出售我们能制造的东西，才能体现客户利益至上的要求。

对于需要帮助的投资者，我们对其资产的信托责任远比从大量交易中得到的费用重要。这将给予基金持有人公平的对待。只有当管理取代销售成为共同基金的主要推动力之时，我们才能做到这一点。当我写下这些文字的时候，我很惊讶这个共同基金的基本原则和我在前面几章中探讨的，以及 50 年前在普林斯顿大学大四学年论文中引用的，具有类似性，即"投资公司的主要职能就是管理其投资组合，任何其他的事情都是围绕这个功能展开的。"

现在是我们重塑这个使命的最佳时刻。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十七章　现代科技

——有什么用呢

让我们从一个符合事实的虚构开始。1996 年 5 月 23 日，一个越来越典型的共同基金投资者，通过一个叫"快捷"（Quicken）的计算机程序完成了对其价值 15 万美元的 15 只共同基金的日常评估。他确信自己错失了股票市场太多的机会。通过美国在线，他发现"彩衣弄臣"公司推荐的热门股才是正确之道，因此，他决定将投资于货币市场基金的 1 万美元，投到最热门的"动量"新兴成长型基金上。

该投资者浏览了一下无交易费用的共同基金市场的网站，这是他买卖基金的地方。他发现这个很火的基金在第一年上升了 60%，它的投资经理管理的另外一只基金也获得了巨大的成功，新基金的持有人只要交纳一些咨询费，就可以买入这只基金，现在这只基金已经吸引了超过 10 万个投资者和将近 10 亿美元的资产。该基金经理在报纸杂志和电视上出尽风头，很快将会是晨星基金在 6 月份年度会议中的明星。我们这位投资者查了一下晨星基金的网站，上面充斥着所有你可以想像得到的有关该基金经理过去业绩的资料，包括他最喜欢的 10 只股票，其投资组合中主要股票的市盈率是 45，中盘股规模是 7 亿美元，53%的资产投资于科技股和医疗股，500%的组合换手率等。

该投资者又回到了网上的市场，敲了一些按键，马上将资金从货币市场基金转移到这个新兴成长型基金的账户。过了半个小时，在收市的时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

候，两头的交易都已经执行了，看不到任何佣金或者成本。他很满意今天的表现，关闭了电脑。

两个月后，就是7月底的时候，该投资者开始担心了。市场下跌了，他的基金跌得更快，从他买进至今已经损失了22%。但是，一份全国性的共同基金杂志仍然预测它将会是下一个“麦哲伦基金”。于是该投资者决定继续持有，等待必将到来的市场回暖。

又过了几个月，到了1996年底，他用“快捷”仔细检查了他的投资收益。之后我们的这位投资者犯愁了，他的猜测是对的，市场开始复苏了，标准普尔500指数从5月23日以来已经上升了11%，但根据他的电脑数据，这只基金仍然跌幅超过20%。他提醒自己要时刻关注这只基金。到1997年3月中旬的时候，市场又上升了6%，而他的基金又损失了18%，总共下跌了35%，他的投资现在与标准普尔500指数的收益相差53%。

他采取果断措施。打开互联网上的市场，将资金从这个曾经很火的基金转移到另一只新基金中。指数基金当然不能吸引他（他对消极管理、拥有市场、成本优势、大盘股以及长期投资等感到厌烦），但是他从每周基金评论中知道标准普尔500指数基金也是很火的基金，击败了超过90%的管理型基金。但在该投资人的市场中，他不能购买其想要的标准普尔500指数基金，这个被《华尔街日报》称为“行业宠儿”的基金（很明显它不能承担进入这个市场的费用）。但是他发现了另外一个几乎一样好的基金，又一次仅仅通过敲几下键盘就完成了交易。这次换一只试试，如果又猜错了，还是能通过点一下鼠标就改变主意。

我描述的这个故事正是共同基金在计算机技术蓬勃发展下的一个写照，虽然投资者是虚构的，但故事中的基金确实存在。我举这个例子只想说明现代科技给共同基金业带来的影响。

- 一个金融体系，使得专业的货币管理者可以提供一整套全新的投资产品，为交易提供足够的流动性，可以在全球范围内以光速进行交易。
- 一个及时更新的信息网络，它提供有关基金投资组合和业绩的数据，信息量之大超过了人类的消化能力。
- 一个极其有效的通信网络，使任何一个基金投资者能在瞬间发出交易指令（交易的执行不到1小时），且无须离开电脑半步。

但是，就算投资者可以使用如此超凡的现代科技，我想问的是：有什么用呢？



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我完全承认计算机技术在共同基金业发展中的重要作用，事实上，16年来那从未间断过的令人难以置信的牛市是这个行业成功和被认可的最重要因素。但是计算机为这种增长带来了一个全新的秩序并且在某种程度上缔造了一个新的行业，与其沉静、保守的先驱相比，在品种、概念、投资者参与度、服务质量以及定价方面截然不同。

最明显的就是，共同基金数目急剧增加，这给投资者在基金目标、投资策略和基金经理等多个方面有很大的选择余地。过去的基金业，也就是20年前只有300只股票型基金，在1973～1974年的熊市中经受住了考验，伤口还没有愈合，新的行业就有了3 300只股票型基金，其中有一半是在过去5年成立的，股票型基金的数目现在超过了在纽约证券交易所上市的2 900只美国公司的数目。

如今，可以很公正地说，在很大程度上，股票被"挤出去"了，而基金"占据"了市场。就现状来说的确如此，但它还没有走得足够远。现实是，共同基金像股票一样被估值，像股票一样被购买和交易，像股票一样在会议中心和鸡尾酒会上被议论。对成千上万的投资者来说，基金就是股票。

举一个最近发生的例子，《晨星投资者》(*Morningstar Investor*)刊登了一篇文章[1]，一个投资顾问冷若冰霜地向一对还有5年就退休的、有35万美元投资的夫妇推荐了一个投资组合，该投资组合几乎全部由17只股票型基金组成，包括小盘股基金和国际股票基金。我们可以猜想：这17只基金组合中的2 000只股票很可能最多就是在扣除成本前获得市场收益，考虑到平均1.6%的基金费率、平均92%的换手率带来的交易成本、还有1%的顾问费，我们假设总成本就是3.5%，或者每年12 250美元，这样看起来，这对夫妻不会非常满意他们的退休收入。他们将收益的很大一部分付给了投资顾问和基金管理公司等那些公认的投资专家，但他们的回报最多只能与市场收益相同，并且还是在扣除之前。试问一个拥有2 000只股票的投资组合，就算用尽全力，其业绩能超过市场收益吗？

把基金变成股票的趋势是逐渐形成的，但是对我来说，有一个明确的日期标志着这种转变：1995年3月19日。这一天就算不是臭名远扬，对我来说也是一个里程碑式的变化。在那个星期天，《纽约时报》的编辑们将共

[1] Pat Regnier, "Trouble in Paradise," *Morningstar Investor* (February 1997), pp. 14—16.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同基金的价格和业绩表排在了纽约证券交易所的行情表之前，纽约证券交易所行情表有史以来，最起码超过100多年来，都排在最前面以引起读者的注意。但是从那一天开始，纽约证券交易所行情表让位于这个金融暴发户——共同基金，而退居其次。

投资技术——更大、更快、更复杂

这个转变是如何发生的呢？让我们先从投资技术和金融市场体系来考察，有一些金融工具，如果没有计算机的帮助，根本无法达到如此广泛的使用和在流动性上具有如此的市场深度。

- 未清偿的金融衍生品的名义价值在20万亿美元左右。
- 每天在全球货币市场大约有1.5万亿美元的交易。
- 充满活力的金融期货市场。光是标准普尔500指数期货的名义价值就接近2 000亿美元，每天都在实时更新。
- 市场指数（现在已经超过3000多种了！）以及指数基金。
- 巨大的市场交易量。在交投活跃的时候，纽约证券交易所的日成交量为10亿股，纳斯达克成交量也为10亿股。总之，每天约有价值300亿美元的股票换手。



在这些疯狂的交易过程中，共同基金业运用了我们在15年前无法想像的复杂的投资技术。我们有微小盘股基金、定量管理型基金，以及基于价格惯性、收益预期、市场技术分析、多元回归等诸多理论为基础的基金；还有浮动利率按揭基金、看涨期权基金和外汇基金；还有投资于越南、印度尼西亚和捷克等资本主义堡垒之外的股票型基金。许多按照过去投资策略进行投资的传统基金现在被认为是无法容忍的。平均来看，在20世纪50年代和20世纪60年代，基金的换手率是15%，即使在1965～1968年的投机时期，换手率也“不过”才上升到40%。但是，1997年的时候，平均换手率高达85%，这表明一只股票的平均持有期才一年多一点。职业经理人以及所有人的长期投资究竟怎么了？

专业投资者和单个投资者一样，都变成了激进的交易者，他们精力旺盛地利用现代计算机驱动的金融体系及其创造的流动性。曾经被认为是长期投资的共同基金，在很大程度上，已经变成了短期投机的载体。许多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以前的牧羊人已经变成了草原上的羊了，无目的地在股票市场中游荡，举止疯狂、自相矛盾、听凭冲动做出的决定，完全违背传统的以公司价值为基础的投资原则。我们拥有的投资技术致使我们能做出这种狂热的行为。但技术只是工具，并没有给我们提供如何有效驾驭它们的智慧。

信息技术——信息与智慧之争

计算机和互联网源源不断地给我们提供超乎想像的数据，以便对共同基金进行分析和评估，然后轻而易举地进行选择。投资者再也不缺乏做出基金投资决策的信息了，共同基金的投资者应该是计算机革命的最大受益者。

也许是这样，但他们也可能是最大的牺牲品。正如本章开始的例子所描述的投资者行为，日复一日地，投资者经常将信息误认为知识，将知识不能转化为智慧。但是，智慧，远不止堆积如山的数据，决断远胜于投机主义，二者注定是长期投资成功的主要决定因素。

当我们在考虑基金决策，是买进、持有、增持或减仓或者完全退出的时候，通信技术能够及时提供海量的信息。多少信息？即使今天最普通的计算机或者通信技术都能使你进入晨星基金网站，只需数秒就可将其数据库下载到你的计算机。打开数据库程序，比如点击大的平衡基金，然后点击“打印”，最后将会得到 37 页的统计数据和图表，内容包括：

- 股票组合：市盈率、市值/账面价值比率、盈利增长，市值和行业分布。
- 债券组合：到期日、信用等级和票面利息。
- 整个组合：换手率、持有最多的 25 只股票和总发行量。
- 风险：R^2、β 值、α 值、标准差、夏普比。
- 收益：过去 25 年的业绩，月度收益和滚动 3 个月的收益，相对于指数的排名、相对于目标基金类别的排名，税后收益。
- 投资风格（每年）：股票的九宫格、债券的九宫格。
- 成本：销售费用、12b—1 费、费率比较。
- 最后的结果：获得几颗星（很高兴，我们的平衡基金是“四星级”）。

毫不夸张地说，晨星基金极好的服务给投资者评价基金特征、理解基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金特性，做出决策提供了所有可能需要的信息。实际上，我认为按照投资者从晨星基金中评价的原则来看，很多基金的等级不会超过“C”。

依赖于这个信息的投资者，我想最多也就是想看一下基金的业绩和星号的等级。好像应该是信任“几颗星，而不是我们自己”[与凯瑟斯(Cassius)告诉布鲁特斯(Brutus)的相反]。在 1997 年涌入股票型基金的1 600亿美元中，大约 85%投向了四星级或者五星级的基金，只有 15%投向了一星、二星和三星级的基金(也许糟糕的是，另外 600 亿美元的基金投向了未被检验的基金，这些基金的业绩很火，但是还没有获得评级。他们还没有达到能建立信誉的时间：只有三年——而且还是牛市的时间)。

知识如果可以转化为智慧，那确实就是力量。但仅靠信息和对等级的信任并不会给投资者带来更多的收益，除非投资者可以聪明地使用这些信息。简而言之，尽管晨星基金网站和软件对于理解基金投资风格、过去的收益和现在的组合是极具价值的，但是有证据强烈地表明，这对于投资者选择最好的基金是没有价值的。技术使得信息变动容易获得，但是它并没有提供知识和智慧。也许回顾一下这句圣经中的箴言将提醒我们什么才是真正重要的：“要得智慧，要得聪明。”

交易技术——趁热打铁

尽管交易技术对于基金投资者和基金管理人毫无益处，但却提供了超乎我们想像的交易能力。投资者确实利用了这种能力，共同基金投资者的基金换手率激增，在 20 世纪 60 年代和 20 世纪 70 年代，股票型基金份额的赎回率(以及换手率)平均每年是 9%，但是在 90 年代这个比率上升了 2 倍多，达到 31%。基金投资者调换基金经理像调换股票一样快捷。

把这些数字的倒数作为股票型基金平均持有期的代表(这是一个很好的代理变量)，持有期从 20 世纪 60 年代和 20 世 70 年代的 11 年下降到 90 年代的 3 年多。[1] 我认为这种趋势已经削弱了存在已久的长期投资的优势，即广泛的分散化、稳健管理、有效运作的共同基金。共同基金的持有人

〔1〕 而且这 3 年还是在牛市中，在 1987 年市场萧条的时候，基金的赎回率/换手率上升到了惊人的 62%，这可能也是下一个衰退期令人不安的征兆。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究竟对长期投资做了什么呢？当代最伟大的投资者沃伦·巴菲特的策略就是购买然后持有，而且他在年报中向全世界描述了自己的投资策略，然而我们却忽略了他明智的建议。

也许对投资技术、信息技术和交易技术的图腾崇拜可以在大的基金赌场中发现。在一个无交易费的基金市场上，基金可以通过花钱购买电脑广告使得投资者迅速地、看上去没有佣金地转换持有的基金。该系统的成本是隐含的，首先，在大多数情况下，所有的基金持有人都要为少数使用它的人付费，基金付给市场的使用费大约为每年 35 个基点。第二，所有的持有人必须承担因为少数人引起的资金流入流出而不得不产生的组合交易成本，基金交易市场上的基金持有人对股票市场波动的敏感性要显著高于其他基金持有人（尽管前面的数字已经说明换手率已经很高了，但是基金市场的持有人换手率还要更高）。

至少还有一些人与我一样，对于技术在投资领域和提高基金换手率等方面的作用表示担忧。《纽约客》最近的一篇文章描述道："轻率的货币基金经理（我要补充的是，包括积极管理自己基金组合的投资者）被这个新玩意迷住了，技术在具有宗教狂热的投机癫狂中、在金融泡沫中处于核心主导地位。"[1]

这看起来就像是强烈的指责，但其中蕴含真理。不过，我完全承认技术在一个方面给投资者带来的好处最大，即基金份额和基金组合的单位交易成本已经显著下降了。的确，这种下降有助于降低基金的运作成本，计算机成本几乎下降了 99%，从 1985 年每秒每百万条指令（MIPS）的 15 万美元，下降到 1998 年的2 000美元。在 1985 年人工电话应答的成本是 10 美元，如今自动电话应答的成本只有 2 美元（对许多投资者来说感觉有点略微不舒适）。打印散发的基金招募说明书的成本是 8 美元，但是在因特网上传播的成本不到 1 美元。只需要在计算机上敲几下键盘，就可以执行基金的电子化交易，这可是一笔不小的节约。

根据最新的估计，5 000万基金投资者中有2 000万有家庭电脑，有1 000万在投资中使用电脑（另一项估计认为在最大的基金市场中，约有30%的持有人通过互联网进行交易）。今天1 000万的使用者将很快变成

[1] Kurt Andersen, "The Digital Bubble," *The New Yorker* (January 19, 1998), p. 30.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 500万，然后是2 000万，所有的基金持有人最终都能在数秒之中赎回基金。如果有一半的人对重大的利空事件有反应，那么只需要几秒钟就可以想像整个金融市场发生了怎样的变化。不论好坏，这个行业传统的保护者——电话忙音——正退出舞台。或许网络拥堵或者一次互联网崩溃，将提供“保护”。但坦白来说，这将制造更大的恐慌。

就像基金业给投资者带来的实用而有效率的服务一样，现代科技使得成本降低带来的实惠，主要由基金经理而不是基金持有人享受了。实际上，基金业总是宣称新服务增加了成本而不是降低了成本，但是这些新的服务通常是为了吸引投资者及其资金的市场营销服务，这提高了咨询费和记录保存费，增加了基金管理公司的利润。

很少有关于通信成本和交易成本降低程度的确切信息，因为基金经理很少披露如何使用收取的费用。但是有一个按成本价运行的非常大的基金公司，使得单位持有人的成本降低了 50%以上，从 15 年前接近资产的 20 个基点，降到 1998 年的不到 10 个基点，平均每年给基金持有人节约了 4 个亿的资金。公平地说，该公司管理的基金资产增长了近 20 倍，规模经济的好处全部给了基金持有人。有个资产为1 000亿美元的基金集团采取了类似的措施，可能将成本从 2 亿美元下降为 1 亿美元，但是并没有将节约下来的这笔钱回馈给基金持有人。

对于基金换手率来说，现代科技也会使得成本降低，但只是单位成本。如果股票交易的成本下降了 50%，但是换手率上涨了 3 倍(这已经发生了)，基金持有人承担的总成本还是上升了 50%。再一次，是基金持有人而不是基金经理承担了这笔开销，而且没有任何证据表明，这种频繁的股票交易可以增加持有人的净收益。



报告卡

下面是对共同基金投资中使用的技术手段的每个方面进行的评价：

- 投资技术：创新金融工具，A+；流动性，A+；丰富基金种类，A+；新基金的稳健性，C；基金经理的投资行为，D。
- 信息技术：投资者获取数据的难度，A+；完整性和范围，A+；重要知识的可得性，A；知识的有效利用，D；基于未来业绩的基金选择，D；持有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人的投资行为，E。

- 交易技术：舒适与便捷，A+；盲目鼓动交易，A+；效率和成本节约，A+；持有人得到低成本的好处，F；有利于提高持有人收益，F。

我们的报告显示，技术对于信息的影响是 A+；对知识的贡献是 C；对智慧的贡献是 D 或者 E。总之，好的方面属于技术，差的方面属于用户。

技术革命对未来有何启示呢？更多的网站、更多的 BBS、更多的信息、更多的交易，当然交易更加便捷、速度也更快，再就是成本节约更多（尽管基金持有人不能从中受益）。还有，我必须要加一句，风险也更大。大多数计算机技术所创设的新的金融产品并没有经过熊市的严格考验，大多数现在可以不受限制地进行交易的基金投资者也没有经过这种考验，有了互联网，基金公司不再为电话线配置不足而向投资者求情。在我看来，任何人如果没有意识到这些风险，将会犯下严重的错误。

但我并不是一个不看未来，而呼吁回归过去的老套的勒德主义者。我们无法回到过去，但是我确实希望共同基金行业早点回归到“最好的长期投资”的基本原则。我是一个十足的理想主义者，相信现在流行的这种赌博资本主义是不会在共同基金业中持久的。基金份额的频繁交易不仅是执行基金策略的绊脚石，也会给基金的所有持有人增加额外的成本。更重要的是，如果基金持有人选择奉行这种积极的交易策略，这将是一个输家游戏。技术，就其创造的所有奇迹而言，既是福音，也是灾难。

技术的普遍影响

两面性在其他领域也存在。看一下医学吧：伯纳德·罗恩（Bernard Lown）医生是一个著名的心脏病专家，他高超的医术使我从 1967 年一直很好地活到现在，直到 1996 年我进行心脏移植手术（这是现代医学科技的一个奇迹）。他最近说：“医学受到科学的深远影响，但它还不是科学。”医学与技术之间的交易就像浮士德为了知识向魔鬼出卖灵魂，而他的动力是贪婪，我们以此建立了一个异乎寻常的系统。”共同基金业与之很类似。

畅销书作家迈克尔·克莱顿（Michael Crichton）讲述了信息技术革命在所有领域的作用——从空中运输到动物学。在空中运输领域，68 岁的退役记者约翰·劳顿（John Lawton）说：“信息时代的讽刺就是那些未经证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明的观点会被相信，每个人都相信圣诞老人，却不知其所以然。”在《迷失的世界》(*The Lost World*)中，莎拉·哈丁(Sarah Harding)，一个迷人的年轻生物学家说，“在进入这个领域之前，动物学家阅读了所有有关他将研究的动物的书籍、新闻报纸、科学论文等，然后走到外面开始自己观察动物，你知道他通常会发现什么吗？那就是几乎所有写下来的和说出来的都是错误的……夸大、误解或者仅仅是凭空想像”。希望基金业不是克莱顿先生下一个对准的焦点，因为现在的基金业充斥着空洞无用的理论，而且也充满了关于未来收入的幻想。

我前面问过，科技的大量运用“有什么用呢”，并不是要贬低它的作用。我仅仅就是想要投资者更全面地考虑如何制服我们创造的这个强大的怪物，要想着如何使它服从我们的意愿，而不是相反。我们必须要摒弃这种观点，即基金像股票一样，需要积极的交易，而且管理可以创造奇迹。我们要基金抛弃大量的广告宣传，基金不是啤酒、牙膏或者香水，这才是正确的方向。我们还应该认真考虑适当限制交易频率，限制电话交易(尽管这一措施在网络成为交易主要通信手段的今天作用不大)，以及对短期持有基金份额就立即赎回的投资行为征收罚金。对这些措施的恐慌，不仅来自把基金当成股票的短期投资者，而且也来自只追求资产增加而不考虑其承受能力的基金经理。但是每一条举措都将有益于我们宣称为之服务的长期投资者。

让我们来思考一下本杰明·富兰克林(Benjamin Frankim)1787年在宪法会议闭幕式上的讲话，谈到刚刚建立的新共和国的时候，他指着华盛顿将军的椅子，上面画着一轮红日浮托于金色的叶子之上，他说：“在会议的整个过程，我的希望与担忧交织在一起，看着这颗太阳，不知是旭日还是夕阳，现在我终于放心了，原来它是旭日。”

同样，计算机技术对于我们创立的这个新兴的共同基金业的影响，也让我充满希望和担忧，它是旭日还是夕阳，这取决于共同基金的投资者。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十八章　基金董事

——一仆事二主

“一个人不能侍奉两个主”，大约在2 000年前，《马太福音》就记录了上帝这句意义深远的话。随着美国证券法的发展，这条原则得到了完全的推崇和贯彻。公司董事的基本作用就是只服务于一个主人，即公司股东。用可操作性的话来说：只为股东的利益服务。董事们会欣然接受这个信托责任的标准。一家《财富》500 强的公司将董事会的职责列为：

董事会的职责就是为了使股东获得长期的经济价值。董事会认为公司在创造经济价值的过程中，以股东获得的总收益为标准，应该达到同行业的前三位。董事会成员应该认为自己代表其他股东，是公司的所有者。

我有信心相信这个原则，可能不完全是这些话，几乎所有美国主要的公众公司都有类似清晰的阐述。

但共同基金业却是个例外。

大多数基金董事看起来是按照完全不同的职责任务表述来开展工作的。他们——共同基金的董事——遵循的信条，与其他公司完全不同，他们可以为两个主人服务。尽管基金业因缺乏职责表述而闻名于世，但根据基金董事们的行为来推断，其职责的描述可能是这样的：

董事会的职责一方面是对基金管理公司控制和运作基金事务的各个方面进行监督；另一方面也要批准基金公司向基金持有人征收费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用，以利于公司资产和利润的增长。董事会可以考虑其基金持有人相对于其同行和无管理的市场指数所获得的相对收益，也可以接受落后于这两个标准的长期收益。

考虑一下这个对比。企业的职责描述代表的正是美国现在的商业运行模式。创造股东价值是座右铭、公理和使命。获得“资本成本”——本质上说，获得同类投资或金融市场投资的收益——成了战斗口号。没有获得资本成本的经理要么失去工作，要么失去公司。

另一方面，基金的职责描述，是对“持有人优先”的敷衍。这表明基金董事应该要尽力为基金持有人的经济利益服务，但是他们也要为基金管理公司的利益服务。结果，不论基金持有人得到的服务如何，大多数基金经理既不会失去工作，也不会失去公司。如今，利益的天平明显倒向了基金管理公司。

操纵杆

为什么呢？我们首先来考察控制基金治理机制的操纵杆。基金董事会主席通常就是基金管理公司的主席和首席执行官。大约 1/3 或者 1/4 的基金董事通常都是联属董事(affiliated director)——高层官员和(或者)基金管理公司主要的所有人。一般来说，联属董事是基金管理公司的全职员工，这就意味着他们的主要收入来源要靠公司。基金董事通常每年只开 4 次会议。通常，就算不是全部，大多数基金的“独立”董事都是由基金经理事先选择或者批准的(他们在成为独立董事之前就和管理层有着很好的私人关系)。这些做法，使我们怎能相信董事的独立性，至少在某种程度上，这也不利于他们履行其职责。

而且，独立的(用法律术语来说，是“公正无私的”)董事得到的酬金通常远远高于公司预先定下的标准，这就在独立董事和基金管理公司之间引发了很严重的问题，他们之间可能存在一些微妙的暗箱交易。10 家付费最高的基金集团平均付给董事的费用是每年 15 万美元，而 10 家付费最高的《财富》500 强企业付给董事的费用 7.7 万美元，只有他们的一半。表 18.1 列举了董事费最高的前 5 家基金公司的平均董事费。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 18.1 最高的董事费

排　序	每名董事的年费(美元)*
1	240 986
2	184 750
3**	172 532
4	145 629
5	141 683
平均	177 116

* 1996 年的数据，新数据没有获得。

** 这家基金公司的董事会主席，被认为是独立的(不隶属于管理层)，获得了431 000美元的报酬。

根据晨星基金 1996 年的研究[1]，董事费越高的基金公司，管理费也可能越高。该研究认为，“受托人得到的钱越多，持有人就支出得越多”。理性的人也许并不同意这种关系就足以证明暗箱操作的存在(“要想得到更多的管理费，就得付给董事更多的报酬”)，但是，实际情况很难令人打消疑虑。

最后，大多数的基金董事不能站在“作为公司其他持有人代表”的立场上，他们持有的份额很少公之于众，通常也就意思一下或者索性没有。最近一家大的基金集团的声明，尽管是个逸闻，但却很普遍。该基金集团旗下有 24 只基金，一个典型的独立董事持有其中 10 只基金，总量是1 900份，或者说每只基金拥有 190 份，平均价值是3 000美元，对自己所服务的基金集团的总投资是 3 万美元。有人可能认为这种财务利益非常小，几乎可以忽略不计。上例中，董事的行为对其个人财务状况的影响甚小，也就没有必要和其他持有人一条心。

总之，共同基金的治理充满了矛盾——从董事会的组成、董事会会议的性质和频率，以及董事的酬金——而状况又因为独立董事持有过少的基金份额而恶化。如果这种情况还不足以使得基金管理公司实际上控制基金，那么公司最终提供给基金所需的每一项服务——在一个捆绑式合同下

[1] Michael Mulvihill, “A Question of Trust,” *Morningstar Mutual Funds* (August 30, 1996), pp. S1—S2.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行的行政管理、投资组合管理和基金销售——使得基金管理公司而不是基金持有人成为了服务的对象。

控制的后果

这种治理结构的后果很清楚。首先，共同基金持有人所获得的收益无法和市场收益相比。在过去的 16 年，258 只专业管理的股票型基金中，只有 42 只基金的收益超过了全市场的威尔逊 5000 股票指数。债券型基金，相对于债券市场指数更加惨淡。而货币市场基金，几乎不可能超过短期利率指数。没有基金可以做得到。

产生这些差距的主要原因就是基金开支拖了后腿，让我用法律术语类比一下金融服务业，“总收益－费用＝净收益”称为宪法原则，“在有效市场中，人人取得市场收益是一条准则”是成文法律。宪法不能被篡改，成文法律不能被替代，这也是金融领域不争的事实。

尽管基金资产规模正以非常惊人的速度增长，但其费用也在激增。这种费用上升的情形不是一种新现象，的确，它似乎是永恒的。自 1924 年美国基金业肇始以来，新基金的最低费率就越来越高，在最初的 60 年间，从 0.38%上升到了 0.58%(这些最低费率是在费用表上的，通常在基金资产达到足够大的时候才会起作用，但这个规模可能永远都达不到。平均费率实际上更高)。在 20 世纪 80 年代和 20 世纪 90 年代，费率上升了 3 倍，最低费率从 0.58%上升到 0.72%——上升了 25%。这个上升伴随着基金资产 37 倍的增长，从而使得实际费用上升更大。图 18.1 表明了在基金业历史上，基金的平均最低费率几乎上升了 2 倍。

此外，费用结构中也有了新的类型，除了要支付管理费之外，还要付钱给投资顾问让他挑选次一级的投资顾问，下级投资顾问实际负责投资组合管理的实施，这是最新的一个现象。20 世纪 80 年代以来，直接按基金资产收费的方式开始流行，所谓 12b－1 费只是用来推动新基金的销售，现在几乎 60%的基金都收取这种费用。

顾问费和新的销售费用的提高，再加上更高的基金运作成本，使得基金总费率大幅上涨。例如，在过去的 15 年，股票型基金的平均费率从 1.04%上升到了 1.55%。同期股票型基金的资产上升了 35 倍，从 800 亿



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

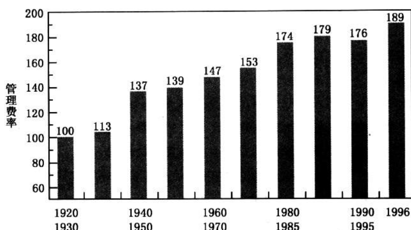


图 18.1 管理费率随着时间的变化
（1920～1996 年，以 1920 年的费率为 100）

美元上升到了 2.8 万亿美元。股票型基金的费用开支估计从 6 亿美元上升到了 340 亿美元，几乎上涨了 60 倍。

基金经理的利润增长更快，尽管他们的业绩普遍比不上消极型基金，但是基金经理现在通常提取税前利润的 40%甚至更多。如果考虑营销费用在内，50%～70%的比率无疑也是可能的。市场营销可以通过增加资产使基金经理获益，而基金持有人却必须为之付出成本。如果这些收益似乎高得离谱，那么就可以明白现在为什么有大量的金融公司肯出大价钱来购买投资顾问公司，目的不就是要获得这个 50%的收益吗？投资顾问公司本身也在不断运作，即使损失过半，他们仍然可以赚不少钱。

基金管理公司也同样以一个可以保证其获得巨额边际收益的价格出售给金融服务巨头，这些金融巨头急于实施“一站式服务”，支付给基金管理公司的价格通常可以达到基金总资产的 3%～5%。例如一家管理着 100 亿资产的基金管理公司将会收到 3 亿～5 亿美元，而首先创造公司价值的持有人连一分钱也别想得到。

基金管理公司的所有者与基金的所有者在基金利益分配上存在明显的冲突——例如在基金公司转让时，或者更为普遍的，在通过费率来确定基金收益在相关各方的分配比例时——这是共同基金产业面临的核心问题，基金董事有义务去处理好它。如果基金董事尝试着双方都讨好的话，我相信这个矛盾不会公正地得到解决。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法律怎么说

当投资公司是以投资顾问而不是以基金持有人利益而组建、运营和管理的时候，或者当投资公司没有受到足够独立的监督的时候，国民公众的利益和投资者的利益就将受到负面的影响。

这些语句都是写入了法律的，在《1940年投资公司法案》的导言中有明确的阐述。立法精神清楚地表明了“股东必须优先”的原则。显然，这段陈述并没有建议公司要服务于两个主人，一个是基金持有人，也就是基金所有者；另一个是投资顾问，也就是控制基金的人。很难想像，在共同基金业，无论法律的字面意思还是其背后的精神都未得到遵守。

然而，没有听到任何官方的抗议。投资公司行业协会的《投资公司董事指引》(*Introductory Guide for Investment Company Directors*)过于强调公司运作的琐事，而忽略了基金控制的主要问题。这个指南公开接受目前这种外部管理公司的概念。并且，尽管它也认为董事的职责是对基金业绩作一个连续的评价，但是它未给出业绩比较的标准，也没有说明基金支出对基金收益的影响，或者实际可供选择的其他治理结构。该协会的官方态度是基金董事是基金业的“监督人”，并且认为这就足够好了。

美国律师协会的《基金董事指引》(*Fund Director's Guide Book*)再次确认了这个观点。它引用美国高等法院的裁决说，基金的独立董事扮演着“独立监察人员”的角色，照看好基金持有人的利益是其主要职责。这是接近正确的方向，但是接下来该指引就纠缠在数不清的技术性和细节性问题上了，尽管这些问题确实需要考虑，但却没有深入到问题的实质：投资顾问对基金的实际控制造成基金持有人支付过高的成本；让大多数公司相形见绌的公司收益；基金业绩评价标准的缺乏；基金董事可以连招呼都不打就撤除外部管理的组织结构，然后换上自己的员工。

而独立董事真的是诚实的监督人，一心只为持有人利益服务吗？在考虑基金行业治理结构有效性问题时，这是必须予以回答的中心问题。基金收益不断落后市场收益，且基金成本不断上升，加上不适当的董事会结构，以及董事会成员基金持有数量的稀少，我们很难说监督人是很负责的。独立观察家们开始表达自己的忧虑了，沃伦·巴菲特以自己一贯的辛辣讽



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刺，表达了他的观点：

我想独立董事完全是不独立的，《1940年投资公司法案》设立了独立董事的职位，并将其定义为所有投资者的“看门人”。从1940年以来，独立董事的行为总体上来说就是附属于管理人员的橡皮图章，而不论管理的好坏、有益或是无效，更没有什么关于基金管理费用减让之类的谈判。很久以前，一位律师说过，在选择董事方面，基金管理公司是在寻找可卡犬而不是杜宾犬，我想说的是他们找到了足够的可卡犬。[1]

要提醒的是，可卡犬并不是那种极具攻击性、忠诚的护家犬。

一种可供选择的治理结构

没有人问，如今的外部管理结构，在基金董事会无意监督的情况下，怎么能为基金持有人服务呢？为什么一只规模在100亿美元的基金集团需要一个管理公司呢？这样的基金每年的费率为1.2%，也就是花费1.2亿美元是很正常的：2 000万用于投资管理，2 000万用于市场营销和广告费，3 000万是行政管理成本，总共是7 000万美元。剩下的5 000万美元就是基金管理公司的税前利润。为什么不将管理内在化，大幅削减营销成本（因为它不能使基金持有人受益），加起来每年就能节约7 000万美元，这样不是更有意义吗？这样会满足基金管理公司的经济利益吗？几乎不会。这样做会使得基金持有人受益吗？是的。

如今外部管理体系的存在只是因为它体现了基金行业的现状，它不会很快消失。但是如果基金董事停下来思考并观察有关业绩与支出因果关系的统计证据时，他们将会意识到一条简单的原则：当划分经济效益变差的根源时，成本是有很大作用的。

这一点非常清楚：一只基金要想在同类基金中业绩排名靠前，最简单也是最可靠的方法就是要使自己的成本排名靠后。统计数据证实了这个原则，这一点都不复杂。当基金董事开始注重实际，迫使大幅降低费用，并

[1] “A Quick Q & A with Warren Buffett,” Morningstar Website (www. morningstar. net), May 6, 1998.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

减少基金公司在规模经济中所占的份额，那么基金投资者就将获益。

现在的问题在于基金董事并没有意识到，业绩与成本之间的这种反向因果关系。相反，在基金公司根据同类基金费率情况来证明费率提升的合理性的过程中，基金董事却起了部分作用。在董事会对有相似投资目标和资产水平的基金费率进行研究之前，表面上独立的基金顾问就会参与进来。尤其当基金的费率被认为低于平均水平时（当然是严重失误，必须立即改正），投资顾问会使董事们相信由管理公司推荐的新的管理架构可以使其保持竞争力。这种建议当然会得到那些本身就受雇于基金公司的董事们的热烈拥护，独立董事则很少捣乱。

我的理解是：基金顾问至少忽略了该行业中成本最低的基金按照成本价进行运作的事实，没有用它们的费率进行比较。结果，这个比较的标准就被夸大了，这进一步推动了基金费用的增加。假定有这种忽略，那么基金董事在研究费率时，很难找到合适的基金管理模式。这种情况表明独立董事确切地知道他的工作即为基金费用增加的动议提供素材。

无论如何，就完全像公司主管的工资上涨过程一样。（发生过独立董事建议大幅削减首席执行官的工资的情况吗？）这只会导致管理层工资、奖金和股票期权的不断上升。现在，在不断丰富和发展的金融市场中，我们注意到同样的情况发生在共同基金的费率上涨过程中。更严重的是，在飞涨的基金资产规模的推动下，这个费用已经上涨到了令人难以置信的程度。已经开始关心费率水平的基金持有人典型的反应就是："应该有一部法律"来制止他们。的确是有这样的一部法律，即我们早先提到的《1940年投资公司法案》，但是没有人特别注意它。



将采取法律行动吗

也许我们将制定新的法律——或者至少根据现行法律更新一下法律援助。早先，我提到基金董事报酬高的公司，其持有人支出的费用也很高。特别是，在股票型基金中，付给董事10万美元以上的基金公司收取的费率要比付给董事不到25 000美元的公司高16%，尤其令人惊讶的是那些给董事支付高酬金的基金，其资产规模往往高出其他公司许多倍，结果大基金公司给董事的钱要比小基金公司多得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《哥伦比亚法律评论》最近的一篇文章指出，"不正当压力"的法律定义十分适用于晨星基金的报告。[1] 文章认为，要在法庭前说明基金董事批准巨额管理费的"不正当压力"，原告的证据应该满足三个标准：机会、动机和敏感程度。文章接着解释道："因为共同基金由投资顾问创建和管理，这就让投资顾问公司有了影响基金董事的机会……这很简单……因为管理费直接影响咨询顾问利润的缘故，咨询公司有足够的动机去影响基金董事，使他们批准新的基金费用，从而损害基金持有人的利益……（晨星基金对费率的研究结果）表明外部董事易受影响，因为基金管理人的控制地位要比基金董事强得多。"

这篇文章正确地指出：共同基金的盈利不能证明"基金公司从他人所投资的资金里获取不当得利"的合理性。这是一个很关键的问题，无论它在法律上有多么难解决。[2] 迄今为止，共同基金在法庭上还没有输过，他们发现：即使没有受到投资顾问的控制、并且被充分告知可以索回支付给管理层的费用，基金董事仍然会做出放弃索回的决定，因此，法庭对基金董事批准管理费的增加需要仔细斟酌。在这样的法律背景下，无论推行新法的优点多么有价值，针对这种不当得利的法律行动要取得胜利无疑还有很长的路要走。但是不同寻常的事情已经发生了。然而，期待已久的减免高额的管理费用，或者还可能采取一种不同的方法——来自立法和监管部门的道义劝告。

国会与证券交易委员会

在华盛顿，至少还有些令人鼓舞的事情，目前这种舒适的状况（对投资顾问而言）可能会改变。证券交易委员会投资管理局的工作人员"开始严格监察那些享受高利润，但是成本相对较高、给持有人的利润相对较差的基金了"。国会议员吉尔曼（Gillman）和马基（Markey）对基金费用和基金董事的职责表示了极大的关切。

---

[1] Samuel S. Kim, "Mutual Funds: Solving the Shortcomings of the Independent Director Response to Advisory Self-Dealing through Use of the Undue Influence Standard," *Columbia Law Review* (March 1998).

[2] 这取决于每个案件的特殊情况，这种未经开庭的诉讼可能胜诉，也可能败诉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最近，证券交易委员会的主席亚瑟·莱威特(Arthur Levitt)已经开始研究这件事情了，我认为他是证券交易委员会历史上最关心基金持有人权利的主席。在最近投资公司协会成员的一次会议上，莱威特主席阐明了他的观点，他首先对于基金公司没有充分披露费用对收益的影响表示了担忧，“我想我没有必要告诉在场的听众，增加1%的费用将使10年后的期终账户余额减少17%”。实际上，股票型基金平均超过2%的总成本，在10年后将使最终资本积累减少24%，在25年后减少39%(具体的数字取决于实际收益率)。

在那次讲话中，对基金董事会的适当作用，莱威特主席还表达了他的关心，他很有意思地反问：“董事什么时候才能独立呢？在选择和终止基金管理公司的时候，董事会和证券交易委员会应该各自发挥什么样的作用呢?”在表达了“费用必须被质疑”之后，他补充说：“人们不应该想当然地认为基金董事可以不像一般公司董事那样警觉、独立和立场坚定，这种想法是荒唐的。那些持有这种想法的人是在为那些没有时间和兴趣代表证券交易委员会利益的董事找借口……如果基金董事忘了自己代表着谁的利益，这些基金是很难长久的。[1]

他也宣布很快将会召集一个圆桌会议，对是否需要改变现有的基金治理结构的问题进行讨论看是否能达成一致意见。他最后说：“我希望基金董事们记住你们服务的对象是基金持有人，我希望基金董事们孜孜不倦地追求基金持有人的利益最大化。”

这些话可以作为期待已久的改进基金治理结构的开始。莱威特主席在顶级权威论坛上发表的迄今为止最强烈的声明，将有助于扩大公众对基金业中一个负面效应的认知程度，这个负面效应是因为基金成本、董事责任和行业治理结构等问题纠缠在一起形成的，从而创造解决这些问题的原始动力。议会的质询更会引起公众对《1940年投资公司法案》的前言和此后令人难堪的收费记录的思考。一个新的信托责任的联邦标准将更好地为持有人利益服务。对于没有突出业绩的传统组合管理，以及作为长期投资之大敌的成本施加积极的压力将是另一个主要的方面，总之，道义劝告如果能够转化成为投资者的认知和谨慎的抉择，也许最终会唤醒基金董事

[1] “Remarks by Chairman Arthur Levitt, U. S. Securities and Exchange Commission,” Investment Company Institute, Washington, DC, May 15, 1998.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的信托责任。

空架子

金融媒体尽管还是很犹豫，但是已经开始注意共同基金董事是否履行其职责了。1998年中期，《纽约时报》头版文章的标题就是“当空架子充斥董事会的时候”，配了一张大照片描述了空架子包围了整个董事会的会议桌，文章说“董事们有任何程度的失职，基金持有人的个人资产将流失”，并且，很不客气地比较了公开招股公司的董事会和共同基金的董事会。《纽约时报》接着描述了“天平是怎样从基金董事向创造、交易和管理共同基金的公司倾斜的”。

这个文章以两个惊人的观点收尾。第一，良好的基金治理结构在美国似乎不存在，在那种治理结构下，“基金董事没有责任来确定管理费，也不用质疑基金管理合约的经济学，基金董事们能够全力监督基金经理的业务操作，来判断他们是否遵守了投资原则”。然而，忽略本质而崇尚过程，似乎是解决基金业“空架子”董事综合症的奇怪方法。第二，人们竟然没有意识到，一个大的基金集团如果采用一个完全不同的基金治理结构，拥有和控制自己的管理公司，营运成本将比行业均值减少75%，每年将为基金持有人节约30亿美元。沃伦·巴菲特曾经说过，基金董事如果能遵循不同的治理结构，并将其政策付诸实施，就会为投资者每年节约100亿美元。实际上，这些节约很容易达到每年300亿美元。

总　结

在美国，公司董事对股东价值的关注，实际上引起了世界范围内公司运作方式的变革。相比之下，基金董事会没有意识到基金投资者的价值，是因为他们监管不力，他们更像是一群对成本的重要性一无所知的温顺看家狗。

这个差距来源于对董事职责的不同表述，一般公司董事的职责是为股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东利益决一死战；而对基金董事来说，则是“接受现状”。他们这种无为的态度和失职的监督，并在持有人价值创造方面甘于落后。或者，用巴菲特先生的话说：他们以娇惯的可卡犬，而不是凶猛的德国杜宾犬为楷模。

基金业应该如何最好地平衡基金董事和基金持有人的利益呢？常识告诉我们，一个简单而有效的开始是：基金董事会起草自己的职责承诺书，并在基金年报中公开披露，这将会是一个好的开始。

5 000 多万默默无闻的基金持有人为得到大牛市的馈赠而狂喜不已，但他们并没有意识到应得的要比所得的多得多。他们应该从选出来的代表他们利益的基金董事那里得到更好的服务。这些基金董事必须只服务于一个主人，也只能是一个：那就是信任他们会保护自己利益的基金持有人。

《马太福音》就这一点的完整表述是这样的：“一个人不能侍奉两个主。不是恶这个爱那个，就是重这个轻那个。你们不能又侍奉上帝又侍奉财神。”实际上，根据《1940 年投资公司法案》，基金持有人就是应该被侍奉的上帝，可是他们本该享有的财富却被过高的基金费用侵蚀了，同时，财富却源源不断地流入基金管理者的腰包。基金董事有责任侍奉选举他们、信任他们、以自己的投资创造了基金的人。基金公司的股东必须是公司的主人。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十九章 治理结构

——策略需要

大多数共同基金投资者不明白他们的基金公司是如何组织起来的。实际上，很少有人考虑与自己有业务关系的公司的组织结构。为什么我们需要关心呢？我们的银行是储贷协会还是商业银行有关系吗？如果每个存款账户的保额上限为 10 万美元，我们大多数人可能只关心是否得到最好的服务和最高的利息。

但是对共同基金业，我们应该关心公司治理结构。基金公司的组织结构对我们的收益有重要的影响。然而，几乎没有人注意这个问题。新闻媒体对此也不知道，不关心或者说只是接受现状。共同基金的公司治理结构不仅是一个法律问题，它还是决定基金集团和基金持有人之间关系的基本因素。

除了一个显著的例外，所有的共同基金集团都是以这样一个简单的组织结构来运作的：股东拥有（在有些情况下，是受益人有效拥有信托资产）一组相联系的投资公司（共同基金），由基金董事来进行监管。组织中的每一只基金与外部管理公司签订管理合同并支付费用。管理公司提供基金运行所有必要的服务，包括投资顾问服务、发行与营销服务、合法运行，以及金融服务等。

这个唯一的例外就是我在 1974 年创立的先锋基金集团，虽然基本的公司结构和其他基金一样，但是它与那些雇佣外部管理公司的基金有所不同，是自己按照成本价进行运营管理的。图 19.1 表明了这两种结构的区别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

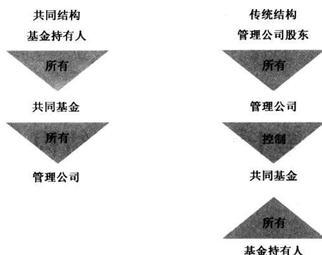


图 19.1　共同的所有权结构与传统的公司结构

《1940 年投资公司法案》对这两种结构都想到了，并公平客观地进行了评述，这实际上是说，选择哪一种结构并没有确定的答案。但不论是哪一种情形，《1940 年投资公司法案》都清晰地阐述了，共同基金只能由其持有人拥有，只能完全按照所有者的利益来行事，这是在《1940 年投资公司法案》序言中明确表明的一条原则。然而，在现有的法律框架下，这个基本的原则是不可能实现的。在共同基金业的传统结构中，共同基金持有人和运作共同基金的、追求高利润的基金管理公司的股东之间存在尖锐的利益冲突。当分配投资收益的时候，基金管理公司得到的越多，就意味着共同基金持有人得到的越少。管理公司多拿一美元，共同基金持有人就少拿一美元，就这么简单。



比较所有权结构

在传统的基金治理结构中，共同基金仅是一个外壳。其唯一的角色就是投资证券组合的法定所有者。它只是在名义上存在。基金持有人是共同基金的最终所有者，但是这种所有权分散在成千上万的持有人之中，持有人并不拥有实际上的控制权。控制权掌握在外部管理公司手中，它们创建基金、获准经营、选择董事，大多数董事必须独立于外部管理公司。基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理公司还提供管理人员和一切使基金得以维持的必要服务。作为回报，基金必须给基金管理公司付年度管理费，通常以基金资产的百分比来计算。基金管理公司通常给基金集团的5～50只、或者更多的姐妹基金提供相同的服务。而基金管理公司的控制权通常掌握在一两个股东、一小群雇员、甚至少数几个外部公共持股人手中。

事实上，在基金业现有的结构中，基金是由基金管理公司管理的，控制权和所有权完全分离。但另一方面，在真正的共同治理架构下，基金为它的持有人所拥有和控制，而且完全按照持有人的利益进行运作。就像"正常"的公司一样，它雇佣自己的管理人员和员工，管理着自己的事务，但是为了便于管理，它也要通过一个分离的管理公司来运作，但是这个管理公司是100%地由基金家族拥有和控制的。管理公司和基金的管理人员、董事和独立董事是完全同一套班子，他们都不持有管理公司的股份。这种共同治理结构很有效率，它意味着基金董事提供的指导、监督和管理职责不仅是为了基金本身，也是为了整个基金"家族"—— 一个将许多基金作为一个实体来运作的业务。在这种真实的共同治理结构下，基金董事只服务于一个主人，那就是基金持有人。

这两种不同公司治理结构之间的基本差异产生了截然不同的公司策略。在共同治理结构下，基金公司没有任何选择，只有追求满足基金持有人需要的策略。相比之下，在既服务于基金持有人，也服务于管理公司股东的双重治理结构中，传统的共同基金集团追求能够为二者服务的策略，但是他们的利益又完全不同。通过简单的逻辑完全可以推断，这些组织结构形式的差别将会产生根本不同的公司策略，事实确实如此。在基金业中是"形式决定功能"。这条原则和伟大的路易斯·苏里文(Louis Sullivan)的建筑原则"形式服从功能"完全相反。而实际上，共同基金目前的经历表明了这条原则，即策略服从结构。

在我们对比区分这两种结构的投资战略前，我们更加详细地探究一下所有权问题，特别是形成行业惯例的强大的财务激励问题。

发展的历史

想像一下，假如有个外星人第一次见到我们的基金业，他将会感到很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

困惑。共同基金业的运作安排与资本主义市场的其他方面太不一样了。持有人冒险投资于基金，却只能排在基金管理公司之后获取收益。而基金管理公司进行操作、向持有人收取费用、进行必要的花费之后获得收益。基金管理公司并没有承担明显的风险，却得到了很大一部分收入。留给基金持有人的在很大程度上只依赖于基金获得的净收益，而基金管理公司的收入主要依赖于所管理的资产规模。在长期看来，令人惊讶的是，基金的相对收益——相对于市场的收益，或者是相对于同类基金的收益——并不会对基金管理公司的回报有多大影响。

对于一个不知道传统基金治理结构的外星人来说，这种情形是非常奇怪的。为什么一个大的基金集团不管理自己的事务呢？为什么它不能像美国其他的公司一样，仅仅只为它的选民服务呢（尽管这个体系不尽完美，但还是能够很好地运作）？这些问题是不能用逻辑来解决的。只有历史才能予以回答。

早期许多共同基金是受托人为了服务于他们的委托人而创立的。他们将分散的小额投资账户集中成专业的投资组合，以便获得多样化和高效率的好处。然而，基金业出现了扭曲，并且盛行于当下。企业家开始组建基金集团，他们将其资金和信誉投入基金管理公司，由基金管理公司负责发展、买卖和管理基金，使其资产达到很高的水平。

经济利益开始变得非常巨大。几乎所有的基金管理公司，最初是由创立者完全拥有，逐渐演变成为合伙人和高管人员所私有。在 20 世纪 70 年代和 20 世纪 80 年代，公募的趋势不断加强，这样就引入了一批和基金运作毫无关联的投资者。他们唯一的利益就是分享基金经理们不断上升的利润。现在到了 20 世纪 90 年代后期，越来越多的基金组织卖给了其他一些公司，早期私募和公募相结合的所有权关系以庞大的金融集团的面目出现了。

基于基金价格的不断上升，管理公司的价值一般是其基金资产市值的 4%（不过波动很大）。如果共同基金业资产规模是 5 万亿美元，那么基金管理公司的价值分离开来就是2 000亿美元，无论从哪个角度看这都是惊人的。为了证明其价值的合理性，想要收购它的金融财团（或者行业现有的合伙人或公开持股人）必须看到其资本有一个好的市场回报，比如税后收益是 12%，或者税前收益是 17%。管理公司的所有者如果以2 000亿美元的投资要获得 17%的税前收益，那么基金持有人就要每年付给基金管



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理公司 340 亿美元，这个数字远远高于实际提供基金管理、市场营销和行政服务的成本。这样的治理结构给基金持有人带来了如下的问题：

- 金融市场投资收益不断从基金投资者手中转移到基金经理手中，那么这种传统的基金治理结构还应该盛行吗？
- 支撑这种结构的管理费的确定是否公平合理？
- 基金的治理结构是否会对基金持有人与管理公司股东的利益不平衡问题做出反应？或者会出现一些更加可接受的共同治理结构吗？

策略服从结构

对我来说，答案就要看哪种公司策略能够更好地在长期为投资者的利益服务。传统的基金运营结构，同时为有利益冲突的基金持有人和管理公司股东服务，而另一种共同治理、内部管理的基金结构，只为基金持有人服务。两种基金结构的不同是导致其策略差异的关键。如表 19.1 所示，除了唯一的服务策略，其他策略之间的差异都是非常显著的。

表 19.1　　策略服从结构

策　略	共同治理结构	传统的结构
1. 利润	高(对持有人)	非常高(对管理者)
2. 定价	按成本	尽可能高
3. 服务	优质	优质
4. 风险管理	不能忍受	能忍受
5. 产品	合理	时尚
6. 指数化	宗教狂热	拼命远离
7. 市场营销	保守	积极

利润策略

毫无疑问，最好的外部管理公司也是想为基金持有人赚取尽可能高的回报——当然是在扣除他们的费用之前。但是他们也毫无疑问要最大化自己的利润。而最大化公司利润(有别于基金利润)的导向更具有强制性。这些公司对自己的股票持有者也是具有信托责任的，他们如同任何其他组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

织中的资本所有者一样，期望获得最大的投资回报。基金管理公司希望，确实也是这样做的，能够通过向基金持有人收费来弥补自己的开支。如果这些费用相对其他基金较低的时候，他们就向基金董事提出(通常是收到)提高费用的要求，并且也能够及时得到基金持有人的批准。虽然连续几年的牛市，使得基金管理公司的利润升至 3 年前无法想像的水平，但费率却从未听说过有所降低。这种情形可能并没有什么问题，基金持有人将其资产给管理公司托管，而这些资产就成了管理公司股东暴富的基础。实际上，这是资本主义所认可的一种运作方式，但与信托是有区别的。从全局的角度说，或许存在更好的方式。

基金公司也努力在为基金持有人赚取尽可能高的利润。在理想状态下，共同基金有一种可以将大部分利润返还给基金持有人的治理结构。这里所谓的利润，表现为共同治理的基金运营的实际费用，与分离的管理公司架构下所获得的收益(按照行业标准)之间的差别。共同治理的基金公司每节约 1 美元，则基金持有人就会多 1 美元的利润，就这么简单。因此，单一导向的治理结构(提高基金持有人收益)和双重导向的治理结构(提高基金持有人和管理公司股东的收益)之间的反差就显而易见了。

表 19.1 列出了共同治理模式为基金持有人赚取“高”利润与传统模式为管理层赚取“非常高”的利润导向的区别。这简单地反映了一个不违背直觉的观念，即为别人——基金持有人——赚钱远没有通过所有权结构参与管理为自己赚钱的动力大。亚当·斯密在阐述“看不见的手”时，认为单个商人“一般并不打算提高公众的利益，也不知道他在多大程度上正在提高公众的利益”。因此，亚当·斯密认为“我们享受的晚宴并非出自屠夫、面包师或者啤酒商人的善行，而是因为他们只关心自己的利益……因为他们的自私”。传统的共同基金业也是一样。我们不要期望基金管理公司为公众利益服务，必须要意识到这个现实，即他们是用别人投资的钱来实现自己的利润最大化，即使这些利润是以基金持有人的损失为代价的。



定价策略

传统(外部管理)基金集团的定价策略，坦率地讲就是收取尽可能高的费用。也许这种策略来自公众对共同基金的完全接受，因为共同基金在这些年的牛市中给投资者带来了很高的绝对收益，即使扣除了成本，还是相当可观的。抑或是因为公众并没有重视成本在形成收益中的重要作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也许在 20 世纪 40 年代相对平稳的投资环境中，股票型基金每年只能承受占资产 0.75%的费率，因此，费率就是 0.75%。在如今奢华的时代，则可以承受双倍的费用，因此，股票型基金的平均费率就超过了 1.5%。基金业者充分运用自己的创新精神，证明了一系列销售和市场营销费用的合理性。整个基金业(包括债券型基金和货币市场基金)的平均费率现在接近 1.2%，而且还在不断上升。在外部基金管理公司之间的激烈竞争中，这些公司制定价格的标准是：在不损害基金持有人的利益下，使管理者的投资回报最大化。结果是：基金投资者付出了很高的价格。

基金管理人很早就意识到：基金持有人对费用的微小增加是没有感觉的，但是对于基金公司的利润却有重大的影响。如果一个 250 亿美元的大基金集团的管理者将管理费(或者营销费)从 0.80%提高到 1%，大多数持有人都不会有所警惕，并将按照法定程序表决通过。这些基金的成本仍然低于均值水平，但是基金管理公司的利润提高了 0.2%，或者说5 000万美元。假设基金管理公司的边际支出并没有增加，这些收入将直接转化为基金管理公司的税前利润，提高这些费用有很高的利润杠杆，当公众并不关心他们承担的成本的时候，这是很自然的一个结果，尽管对基金持有人不利。

因为公司治理结构不同，共同治理结构的基金公司以成本价来运作，费率远低于最大可能承受的程度。从记录来看，至今为止行业中唯一采用共同治理结构的基金，其运行成本是最低的。其运营成本、投资顾问成本和销售成本加在一起，平均还不到 0.3%，比整个基金业 1.2%的均值水平要低 0.9%以上，即使一些小的共同治理结构的公司运作成本是 50 个基点，每年也会节约 70 个基点。结果，对于 100 亿美元资产的基金公司来说，每年就要节约7 000万美元。共同基金业对于基金经理来说，确实是一个暴利行业。

对于共同基金的投资成本，有各种不同的观点。我们在本书中反复证明了，成本是重要的。对货币市场基金，当信用等级保持不变的时候，投资者净收益的差距 100%是由成本造成的。对债券型基金，当信用等级和期限保持不变的时候，收益差距的 80%是由成本造成的。由于在货币市场基金和债券型基金中，成本和收益之间存在直接的联系，它们的出现以及近 20 年来逐渐在市场上占据主导地位，引起了共同基金定价标准这一深刻的问题，并终将使得基金公司的投资者、承销商和监管当局对陈腐的"尽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能高的"定价标准发起挑战。

在一个收益更加一般的股票市场中，股票型基金的投资也同样需要一个更好的标准。假设股票市场的收益是10%左右，扣除通货膨胀和税收以后的包含成本的收益为5%，假设股票型基金每年的总成本是2.5%，这将消耗税后实际收益的50%。在低成本基金中，成本是0.2%，将消耗不到5%的收益。切记，尽管实际收益(名义收益减去通货膨胀)是投资者可以花销的，但还必须考虑名义成本，它是对投资者用代价高昂的方式花销时的惩罚。不论你的投资收益是10%还是5%，也不论是名义收益还是实际收益，但是你的成本将在2.5%和0.2%的范围之内。精明的投资者一定会意识到超额成本对未来收益——考虑潜在的未来收益，首先调整税收，其次调整通货膨胀——的惩罚是惊人的。

服务策略

共同基金业不仅要努力达到客户的期望，还要超过他们的期望，优质的服务正在变成一种商品。是否有"更好"或"更坏"的基金服务的提供者呢？当然有。但是这两者之间的差距迅速地变小，但可悲的是，不论何种组织形式都没有能够达到高标准。

在这里，两种不同的基金组织几乎没有不同。在传统的基金治理结构下，基金管理人为基金持有人的服务完全出于私利。毕竟，至少在短期来看，个人投资者更加注重其对服务的满意度(或是不满意度)，而不是成本以及成本对收益的影响。满意的投资者不会赎回基金份额，实际上，在金融市场强劲的这段时期，满意的投资者更有可能不断地增加投资，并且还会投资该基金集团旗下的其他基金。对基金经理来说，一个满意的共同基金持有人就是银行里的钱。

但是，一个共同治理的基金公司享有内在的优势，这更有可能提高他们提供服务的质量。在共同治理的基金结构下，这些服务有所不同，基金持有人通过拥有基金份额，同样也拥有基金管理公司的所有权。许多公司崇尚"对待顾客要像对待业主一样"的宗旨，而实行共同治理的基金公司可以再加上一句，"因为他们就是我们的业主"。这是该类基金服务客户的态度的关键所在。更重要的是，这类基金公司因为成本很低，所以它更有服务的优势，即使多花些钱提高其服务质量也不会过多地影响它的成本优势。而传统基金管理公司的基金经理们，对是否愿在服务上花太多的钱很



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

矛盾，因为至少在短期，这些钱会降低基金管理公司的利润。

风险管理策略

传统运作的股票型基金，其风险管理策略是"相对无差异"的——"相对"是因为各类基金(大盘成长型、小盘价值型等)的风险通常与其类别相当。在股票型基金中，风险是很难掌握的一个概念，使用短期价格波动率，尽管容易量化，但仍有些粗糙。然而投资者对于风险的期望在很大程度上取决于基金价格的波动率是否与同类投资特征的基金相当。根据晨星基金的九宫格分类：价值型、混合型和成长型在横轴，大盘、中盘和小盘股在纵轴。在股票市场下滑的时候，当然会产生实际风险，但是，历史数据表明：九种不同类型的基金下降幅度趋于与过去保持一致，比如，大盘价值型的基金下跌最小，而小盘成长型基金则跌幅最大。

然而，当我们考虑债券型基金和货币市场基金的时候，许多传统治理结构的基金表现出相当大的风险承受力。影响投资者选择这些基金的主要因素是收益，基金的净收益主要由基金总收益和成本之间的关系来决定——直接的，一对一的取舍关系。随着时间的推移，净收益是固定收益基金总回报最主要的组成部分。净收益的差距决定了长期收益的差距。高费用的基金管理公司不得不满足于缺乏竞争力的收益率，假设市场具有识别能力，他们拥有的可以收取高费用的资产规模也将是有限的。这样，为了和低成本的基金进行竞争，就得接受一些低质量和到期日更长的组合，通过这种方式提高风险，可以将其净收益提高到市场水平。

债券型基金的组合统计表明，不同质量和不同期限的组合正开始出现。高成本的债券型基金一般会持有低等级的债券组合(见第七章)。有时候，令人惊讶的是，这种组合甚至可以提高收益(比如在经济繁荣和利率下降的环境中)。但是在长期，这种组合一定会减少收益。高成本本身会消耗大部分甚至全部的由于低等级和更长的期限带来的风险溢价。

在货币市场上，由于证券交易委员会对信用等级和到期日有严格的规定，提高风险的空间很小。而且基金管理公司也必须要注意自己的"声誉风险"，如果基金资产净值从公众期望的每股 1 美元降为 0.99 美元，则它将很难再经营货币市场业务，基金经理将会因此而被解雇，其管理的债券型基金和股票型基金也将声名狼藉。正是因为这个原因，还没有哪个货币市场基金经理因为每股不足 1 美元的净资产价值而被解雇，当货币基金风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险过大时(通常是因为费用过高)而不得不面对该结果时，基金管理公司会出手救援，按账面价值收购出了问题的投资工具。

另一方面，共同治理结构的基金公司的风险管理策略是规避风险。因为成本较低，这类基金已经提供了一个溢价收入，何必再去债券和货币市场寻求更高的收益呢？就算对传统治理结构的基金来说，走向最高风险的诱惑是不可抵制的，那么对共同治理的基金来说，这种诱惑是完全可以克制的，尤其是对那些严格控制信用等级和到期期限的基金来说，更是这样。如果收益相等，明智的投资者都会选择运行良好、低成本、AAA 级、有担保的中期市政债券基金，而不会选择 A 级中期债券基金或 AAA 级长期债券基金。很明显，一般常识都能让我们做出正确的选择。与几乎是公理的一句名言——“没有免费的午餐”——不同的是，在共同基金业中确实存在免费的午餐。高收益并不意味着高风险，如果风险保持不变，更低的成本也可以带来更高的收益。

产品策略

我很痛恨使用“产品”这个词来描述共同基金，毕竟它是在谨慎的信托关系下建立的一个多样化的投资组合。但如今基金业专注于发展新产品，更多的是为了吸引公众投资而不是基于投资的基本原则。“抢手的新产品”是一个更令人讨厌的词语，但是在共同基金销售者中却十分流行，这就是游戏规则，基金越能吸引更多的资产，发起人能收取的费用就越更高，越能获得额外的利润。

在当前的环境，传统的基金管理公司似乎有义务要赶上基金产品发展的新潮。如果新兴市场很火暴，就很快创立新兴市场基金产品，依此类推。投资管理公司所有者的主要目标，是尽可能多地使自己管理的资产上升，他们没有动力不去创造公众想要的基金，不管从长期来看是否值得。

痛苦的经历给基金业的教训就是，当公众对一个新概念需要最强烈的时候，可能就是泡沫膨胀到极限即将破灭的时候。我们应该知道一个商品最佳的出售时机可能就是它最差的购买时机。“最早买进最多的”可能会变成“最多导致最差的”。共同基金持有人承担了这个后果。当然，这种事情并不鲜见，比如在第十六章中提到的政府类基金、浮动利率的按揭基金以及全球短期收益基金等。

另一方面，共同治理结构的基金公司并没有特别的需要进入所谓新产



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品的竞赛，它并不想吸引最多的资金。它的业务不是要开展对基金持有人毫无价值的流行的新业务，而是要为其赢得最优的净收益。如果一个投资理念是可靠的和合理的，即使暂时不被市场看好，也将最终成为基金家族的一员，因为它为其他基金的持有人提供了一个低成本的选择，而他们正在寻找投资方向。但是就长期来看，共同治理结构的基金有充足的机会，等投资时机成熟（即投资具有价值时）才进入市场，而不是以营销的热点为依据来建立基金。

如果一个真正的"共同"基金集团并不是在传统意义上最大化它的利润，也就是说，并没有为管理层来追求企业利润最大化，那么即使狂热出现而常识缺位的时候，这种基金也能经受住基金市场的考验。仅仅因为"其他人都这样"或者基金业在新产品上获得了巨大的利润，还不足以使共同治理的基金也随波逐流。由于能免受市场压力的困扰，共同治理结构的基金可以以谨慎的态度对所谓的产品策略说"不"。

指数化策略

几乎所有的共同基金都是积极管理的投资组合。但是消极管理的指数基金组合受欢迎的程度，远远超出了其数量上的限制（每 300 只中才有 1 只）。指数基金成功的秘诀并不神奇，在于它能够以低成本的优势，进行分散化的投资。几乎可以肯定，那些高利润导向和高定价策略的管理公司如果只创建低成本的基金，将不能为其自己的股东创造丰厚的收益。相反，许多基金公司却在千方百计地抹杀指数基金的成功，极力将投资者留在高成本的积极管理型基金中。

但是，指数基金—— 一种完全不同的新产品，如果你愿意这样称呼的话，特别是在机构 401(K)储蓄和退休金计划中——发展非常迅速，并对传统基金经理进入该领域造成了巨大压力。让高成本的积极管理型基金提供低成本的指数基金是自相矛盾的，但是如果不给退休金计划的客户提供指数基金，则他们自夸的市场份额就将大幅下降，所以这些传统的基金经理很不情愿地提供指数化组合，暂时削减支出，以将成本降低到这个更成熟的市场所能接受的程度。他们希望指数基金这个特殊的新产品只是短期的潮流而注定要在长期中失败，否则它将严重地危害基金管理公司自身股东的长期利益。

对于这些人，我有好消息也有坏消息。好消息是建立在标准普尔 500

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数基础上的指数基金的业绩像近年一样强劲的情况是非常罕见的。事实上，在大盘股主导市场并良好运行之后，标准普尔 500 指数有可能会落后于市场一段时间，同时中小盘价值型股票可能会领先于市场。坏消息就是指数基金的长期收益注定会高于相应的积极管理型基金，而且短期业绩也会胜过其中的 3/4。初等数学、基金业目前的成本结构以及历史的经验教训加在一起使得这样的一个结果不可避免。

共同治理结构的基金公司是指数基金的天然拥护者。这样的基金公司难免要提供指数基金。低成本对指数基金来说是最重要的。对基金业来说，指数化可能是失败的表率，但对投资者来说，它显然是成功的楷模。尽管机构市场将传统的基金公司勉为其难地拖入指数化的行列，共同治理结构的基金却以某种宗教狂热来从事这项工作。指数化基金管理公司必然是最无利可图的，因为投资者不仅需要指数基金，而且他们还会联合抵制收取认购费和运营成本过高的指数基金。对于决定投资指数基金的投资者来说，凭其常识就会选择成本最低的免佣基金，共同治理基金公司更可能提供这类基金。

市场营销策略

如果基金业不断增长的好处主要属于基金管理公司，而不是基金持有人。那么，公司股东就更愿意积极扩张资产规模。最大的基金集团每年仅投放在媒体广告上的资金就高达 1 亿美元。早先的基金很少做广告，最多就是在报纸上的商业版刊登一下基金的业绩。如今，这种落后的广告方式已经被主流的电视媒体所取代：用摇滚乐大肆宣扬过去的业绩以及播放 20 秒情绪激昂的情景剧。这些方式最终将有可能导致未能实现预期收益的投资者的极大反感。

这种高强度的营销活动不仅是误导性的，而且也会对基金投资者的投资收益产生负面影响。市场营销和基金发行是成本极高的活动，但却是由持有人而不是基金发行者来付费。“钱不是目的”这句话，在追求市场份额和扩大利润的过程中似乎已经变成了行业赞歌。为什么基金管理公司要担心市场营销的预算呢？基金持有人支付的费用就是摇钱树，以至于营销成本都快超过持有人的投资收益了。投资者付钱促进基金增长，但却深受其害。

激进的市场营销策略对具有传统治理结构的基金集团来说，是很合理和有益的，它将一部分管理费花在市场营销成本上，是为了将来获得更多



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的管理费。同样道理，对共同治理结构的基金来说，以成本价来运营，并尽其一切可能降低成本，他们推行保守的营销策略，同时强调信息传递和推广活动，也是很合理和有益的。像其他所有的商业组织一样，共同治理结构的基金公司也会注意它的市场份额，但只是将其作为满足投资公众需要的一个粗略的测量指标。共同治理结构的基金公司有两条规则：市场份额是测量手段而不是目标；市场份额是挣来的，而不是买来的。

在这两条规则之下：共同治理结构的基金公司会采取更加保守的市场营销策略。因为基金持有人和基金管理公司齐心降低成本，所以共同治理结构的基金公司意味着在广告方面的低预算。不像过于依靠激进的市场营销策略的传统基金公司，共同治理结构的基金公司更有可能理解“基金”并不是在消费者喜欢的时候卖给他们的“产品”。这类公司信奉节制的市场营销策略，拒绝各种代价高昂的、对持有人无益的市场推广活动。

“辛巴与食物链”

能在投资界找到一个和我在治理结构方面有类似观点的人，真是一件难得而又令人高兴的稀罕事。基思·阿布奇希尔(Keith Ambachtsheer)是一个备受尊敬的养老金投资管理评论员，最近他将基金管理公司的实际治理结构和理想的治理结构进行了比较，以下这些摘录都是出自他的时事通讯，以迪斯尼动画片《狮子王》的一段对话开始，描述了辛巴(Simba)的思想状态。

问：“什么东西能吃了它？”

答：“没有，它处于食物链的顶端了！”

投资管理业中的所有者、高级管理者和专业人士是现代金融食物链中无可争议的狮子，从个人财富创造的方面来看，他们显然是处于食物链的顶端。然而，却好像有东西正在吃掉他们中的大部分。如果行业要以一个合理价格提供高质量的产品时，他们应该怎样运作与他们实际怎样运作的分歧越来越大，这就是上文的那些“东西”。任何“理想与现实”之间差距的缩小都会使得客户获得更多的钱而供货商得到的更少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场:应该如何运作

理想的投资管理业应该有三个关键的因素:(1)少数几个大型的全球提供商以低成本来消极管理大部分公开交易的金融资产,并且由此内生的规模经济应该由客户享有。(2)为数众多的小供货商对小部分公开交易的金融资产进行积极管理,并按照业绩来收费,这是因为真正价值增值型积极管理在能力和产量方面都是稀缺资源。(3)在发布行业投资业绩信息时,应该拿风险调整后的净收益与投资政策中表明的基准组合进行比较。

评价"理想与现实"的差距

实际的行业特征与理想的行业特征有很大区别:(1)只有一小部分金融资产是消极管理的。(2)大部分金融资产是积极管理的,多数是按照资产规模而不是基金业绩来收费。(3)养老金受托人逐渐意识到积极管理对基金价值带来的损害。毫无疑问,如果可以准确地测量,则共同基金行业的价值损失一定要比养老基金行业的大,这只是因为共同基金的费用要比养老金的费用高。

如今,"理想与现实"的差距越来越大,居于顶端的供货商按照资产收取积极管理的费用,而客户处于底层,支付这些费用但并没有充分受益。

为什么金融食物链可以相反运作

首先,在股票和债券市场上,如果听任数以万计的非常聪明的投资专业人士控制数十亿资产的投资,你的回报可能会很少。这笔交易对在其他各方面都十分理性的人来说是不正常的。在内心深处,投资专业人士是知道现实情况的,但是,让客户也明白这些很显然不符合他们自己的利益。

第二,大多数顾客至今还没有弄明白高费用对长期投资收益的灾难性后果。这样的经济现实在共同基金业中还没有被充分了解。

金融食物链反向运作实际上还没有在投资管理业中消失。困难在于,客户和供货商之间"更好"的价值平衡就意味着客户得到的多,而供货商得到的少。

缩小"理想与现实"的差距

世界资本经典译丛



The World Classics of Investment

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于费用更高，共同基金业的平均结果比养老基金业不太好的结果还要差。在即将来临的个位数收益的时期，如果股票的收益只有8%，债券只有6%，高费用显然不会盛行。消极管理的基金经理在削减费用、以极低的成本提供指数基金方面将越来越有竞争力，而对其能力有足够信心的积极管理型基金经理也越来越意识到，按业绩收费符合自己和客户的双重利益。这些因素将把投资者带到本应属于他们的金融食物链的顶端。[1]

聪明的基金业专业人士、机构401(k)储蓄计划、普通投资者、证券监管当局、"智库"、金融教授和诺贝尔奖获得者都要求客户和基金经理之间的利益要更好地平衡。如果他们能够像基思·阿布奇希尔一样大胆呼吁，也许我们在创建21世纪更好的共同基金业方面能够有所收获。

展望未来

共同基金公司的管理结构决定了其最基本的策略，通过第十四章中提到的风险、收益、时间和成本这四个投资维度之间的相互作用，投资者、投资管理者和学者都认为收益和风险之间是相辅相成的，但正如《奇思恩典》(*Amazing Grace*)所说，投资者很快就会发现他们失去了什么：成本及其如何因为时间的流逝而被放大。一旦投资者发现了这一点，基金业就不得不注意基金支出费用和组合换手率过高，以及税负过重的问题，也就开始考虑指数化的优势了。

我认为未来改革的路线将会采取更加注重持有人利益的策略，即使不是一场革命，也是一次伟大的演变。如果要基金业改变，必须来自持有人的要求，就像被殖民的美国人要求为自己的权利斗争一样，基金管理公司就像1776年的英国国王，从不合理的现实中获得巨大的收益。没有来自基金投资者的压力，就没有改变的动力。

当投资者作为一个整体开始要求更公平的利益的时候，供给和需求的

[1] Keith Ambachtscheer, "Today's Financial Food Chain: Getting the Customers on Top," *The Ambachtscheer Letter*, no. 150 (June 30, 1998).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力量将最终改变基金业，将持有人放在金融食物链的顶端，他们本该是在那的。什么可以促使持有人要求更公平的待遇呢？投资者的反复试错是一种可能。对于那些经历了长期熊市、抑或（更令人难忘的）股票突然下跌的投资者，他们可能不会很快投向共同基金。对于那些购买热门基金，体会市场择时策略且不断地调换基金的投资者来说，痛苦的经历总有一天会让他们明白，这些短期策略不仅是没有效果的，而且还是有副作用的。

信息时代的帮助

更让人乐观的是，更好的信息披露将逐渐改变形势，投资者将会学到一条最基本的投资原则：成本很重要。

那些受公司利益刺激、替高达1万亿资产税收递延的雇员持股计划选择基金的经理人；有巨额资产的个人投资者；讲话更加严厉的证券交易委员会；以及越来越老练的金融媒体都会使得成本重要的原则最终被接受。然而，这需要时间，只要时下这种过高的成本还在持续，基金投资者的利益就不会得到保证。

如果投资者用脚投票——表明他们更倾向于长期投资而不是短期投资，更喜欢低成本而不是高成本——基金经理将会最终得到这个信息。这样，注重长期的投资组合策略将取代目前对证券的疯狂而高成本的交易。基金将会更加清晰地定义他们的投资目标，描述他们的业绩标准，并坦白地公布他们的结果与期望之间的差距。



股票型基金经理隐含的承诺“我们能够比市场做得更好”将被“我们可以比其他有相同目标和战略的基金更接近100%的市场收益”取代。到那时，向投资者描述基金经理如何实现目标，以及定期披露实现的程度，将会成为基金经理的一种责任。

投资者必须要求基金业的创造力从高成本的市场营销和昂贵的媒体广告中转移出来。

推销不可能复制的过去的收益又有什么意义呢？或者出售希望有什么价值呢？取而代之的是，基金业必须要更好地满足基金持有人的需要。最一般的投资者都将会知道：要想获得高收益，最简单和最确定的方法就是降低成本。不难想像，基金业的应税投资者—— 一半以上的持有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人——由于令人苦恼的税收和高换手率带来的交易成本，并没有得到好的服务。降低成本和减少税收的方法应该享有更高的优先权。

来自另一行业的启示

在第十七章中，我引用了著名心脏学家伯纳德·罗恩关于“看病的与卖药的浮士德式的交易”的结论。最近，罗恩医生写道，由医疗协会发起的企业运动浪潮将导致医疗行业陷入困境。他担心公司那令人敬畏的底线会损坏医患关系，因为“门卫是为大门的主人服务的，而不是为那些要经过大门的人服务的”。

在本章，我也用与此类似的话来写出我的担忧，这些已经被共同基金业的发展所证明。除了我把医学术语转换成了共同基金的术语（比如，“病人”变成了“客户”或者持有人，“医生”变成了“受托人”或者“基金经理”）外，下面这段话仍然出自罗恩医生笔下：

> 我们行业的基本道德正在受到攻击。投资管理是这样一种行业，其核心价值基于基金管理者与基金持有人之间的信托契约。基金经理的主要任务就是明智地投资，为促进客户的金融利益服务。这种关系的中心就是希望基金经理将客户的利益放在首位，置于任何第三方的利益之上。

相比之下，如今的基金业的组织结构和任何其他的商业企业都一样，更多地关心公司的收入流、市场份额和管理公司股票的市场价值，而不是他们的客户。但是，像医生一样，基金受托人不能背弃自已所承诺的、为共同基金资产和投资者/所有者提供忠实的服务。

修正还是重组

一旦基金业能一心一意并尽可能有效地为他们的投资者服务，未来的演变将有两种重要的方式：修正现状，使持有人获得更多的权力；或者彻底重组基金业，至少使得部分美国的基金采用共同治理机制。基金，至少是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大基金将由他们自己来经营，不再需要与外部基金管理公司签订合同来运作和管理投资组合，这些功能将完全在基金内部完成。共同基金持有人实际上拥有监督基金的管理公司。他们也会拥有自己的管理人员和员工，外部基金管理公司现在获得的巨额利润将会转给基金持有人。他们不会将大量钱财浪费在昂贵的市场营销活动上，通过牺牲原有投资者的利益来吸引新的投资者。因为成本更低，他们将会获得更高的收益或者承担更低的风险。他们将改进信息披露，更坦白地向持有人报告。他们甚至会考虑市场指数基金的优势。

另外一种方式，也许更加可能，那就是增加更多积极的独立董事。就像在第十八章提到的那样，迄今为止，传统治理结构中的基金董事会十分温顺。总有一天，独立的董事会成员将变成他们所代表的共同基金持有人权利和利益的积极倡导者。一旦这样，他们将会主动地与基金管理公司进行协商，允许他们获得公平的利润，但是必须要把持有人的利益放在首位。这些积极的独立董事将会解剖基金公司费用安排和财务报表，确保顾问服务费不会挪用到市场营销预算之中。他们将要求按收益收费，基金管理公司要想获得高利润必须先要使持有人获得很高的利润。他们将对收取12b—1费发起挑战。独立的基金董事还将承担仔细分析基金集团投资组合的责任，并且不再成为那些营销经理的橡皮图章，在日益拥挤的市场上为了吸引更多的注意，而批准炒作那些新奇的基金。他们只批准那些符合稳健投资原则和满足合理投资需要的投资组合，他们也将优先考虑发行市场指数基金。简而言之，独立的基金董事将按照法律成为受托人，他们将积极代表基金持有人的利益。这一系列改变，将十分壮观。

如果被这样积极的董事会所监督，传统治理结构的基金公司将更可能会像共同治理结构的基金公司一样行事，他们将意识到持有人利益是极其重要的。如果创造和鼓励那些积极的基金董事比彻底重建共同治理结构更实际的话，那也将是值得努力和奋斗的方向。但是，谁又知道呢？当重组后的基金公司的价值观向共同治理基金的价值观靠拢时，完全的共同治理也许只有一步之遥。

提高经济价值

不论具体的治理结构如何，不论是传统的治理结构或是共同治理结构，只要是基金持有人和基金董事、而不是基金管理公司实际上控制着基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

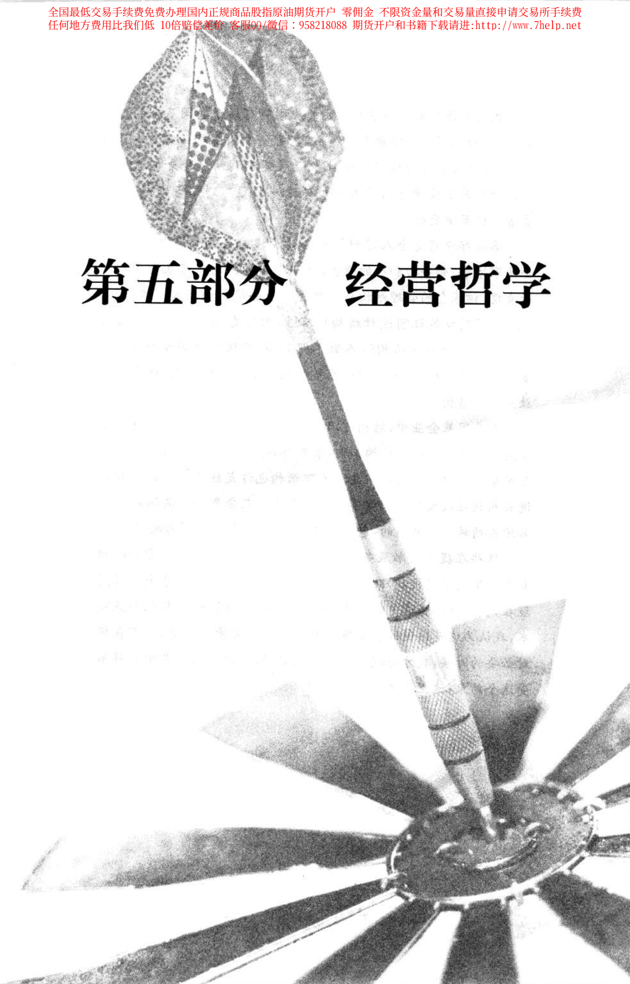
金，这就将会使基金为持有人的利益服务。这时，无论哪种结构，基金业将会提高基金持有人的经济价值。基金公司将集中精力来实行本章提到的七个策略，务力将投资收益更多的部分提供给投资者，并做到价格合理、服务周到、更多的风险控制、合理的产品开发、更多的指数基金和有约束的市场营销活动。不论共同基金业的具体做法是什么，策略将服从结构。功能将服从形式。其实，“形式是全部，从头到尾，到每一个细节，都体现同样的观点”。[1]

[1] Ludwig Mies van der Rohe.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十八章 以静制动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五部分　经营哲学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我毫不怀疑第四部分所阐述的原则将有助于共同基金的投资活动，从而也有利于投资者。然而，在基金管理公司目前的运作模式下，这个原则对基金行业的业务开展是不利的。读者们也许对我在一本关于投资原则的书中讨论这一问题感到惊讶，但这对投资者是极其重要的。

第五部分将更令人惊讶。我会讨论我自己的经营哲学，包括企业家才能、领导力和人的价值，这些在我创立的先锋基金中都有所表现，该基金的管理结构与一般的基金公司大相径庭。然而，尽管我公司的发展证明这种结构很有效，但历史经验告诉我们仅仅有一个完善的治理结构还不够。例如，人寿保险公司坚持了 100 多年的互助结构，但是他们好像早就抛弃了互助的原则，现在正在放弃这种结构。

在共同基金业中，结构可以决定一切吗？不会，在此之外还需要更多。不论企业的结构如何，管理他人金钱的业务，必须注重服务对象和提供服务的人。共同治理结构也许是提供最优服务和促进股东利益最大化的必要条件，但还不是充分条件。共同基金也必须在精神上是共同的，包括组织的原则，也包括人格的原则。

这些在提供金融服务——财务管理和信托服务——方面的问题普遍受到了忽视，对此进行的讨论，需要我提及先锋基金。直到现在，我一直在强调先锋公司的投资原则——保守、指数化和低成本，我认为这是稳健的长期投资的最基本的要素。此前，只有在绝对必要的时候，我才会提及我公司的名字，但接下来三章中我将不受这个约束，这里有言在先。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十章　企业家精神

——创业的快乐

先锋基金有哪些遭遇呢？其治理结构的源泉来自何方？为什么其结构引导着策略而不是相反？站在基金业丛林的分岔口，我们为什么选择了那条人迹罕至的道路？我想，对这些问题的回答与理想主义、远见、机会、失败以及纯粹的运气都有关系。先锋基金被认为是体现企业家精神的典范，我想创业的乐趣是主要原因。我不能确定这样的描述是否适当，我只是告诉你有关它的故事，然后由你来判断。

我们今日所享之成功而繁荣的美国经济，很大程度上是来自于企业家的想像与激情。从大革命之前托马斯·潘恩对独立的梦想——甚至更早时期——到当代美国，大多数伟大的企业都始于其创始人最初的梦想。直到几年前，我对企业家精神的认识还是从历史的角度，而不是个人角度来看的。然而在 1997 年初，当我收到耶鲁大学一位大四学生 25 页的论文复印件时，我漫不经心的态度受到了强烈的震撼。作者竟将我描述为熊彼特式的企业家的典范。[1]

奥地利经济学家约瑟夫·熊彼特是哈佛大学教授。在他 1911 年的《经济发展理论》(*The Theory of Economic Development*)中，首次意识到

[1] Thatcher Lance Gearhart, "The Entrepreneur in American Economic History," Yale University (Spring 1997).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业家是经济发展的推动力。尽管他被看作"供给学派"政治运动的领袖，但我们不该低估其对经济学研究方法的开创性贡献。实际上，企业家精神作为近年来席卷全球的经济繁荣的一个重要推动力量，在技术革命中的浪潮中得到最有力的证实。将连接 20 世纪和 21 世纪的 20 世纪 90 年代描述为"企业家的时代"一点也不过分。

但很少有人如此认为。30 年前，我开始从一个历经考验的、守旧的传统职业经理逐渐向企业家演变，对此过程我却浑然不觉。那时，许多人都认为企业家精神已经消亡。1967 年，约翰・肯尼思・加尔布雷思(John Kenneth Calbraith)在《新工业国》(*The New Industrial State*)中为企业家大唱赞歌，提出所谓的企业家组织已经成了过去式，新经济将以计划、垄断组织以及等级为特征。《财富》500 强(当时还未命名)当时掌控着美国的经济，跨行业经营的企业集团已经成为未来发展的趋势。加尔布雷思教授没有预见到美国企业界后来发生的变革。

我见过的一个真正的企业家

我认为我走上企业家的道路，部分是由于业务需要、部分是出于冲动、部分是机会使然，还有一部分来自导师沃尔特・L. 摩根(Walter L. Morgan)的指导。摩根先生确实是一个企业家，他是普林斯顿大学 1920 年的毕业生、注册会计师和投资顾问，更重要的是他是一个具有使命感的人。摩根先生发现：投资者需要持有的不再是单一的证券——这是当时的时尚——而是需要一个分散化的股票与债券组合，而这却被当时许多职业投资管理者所忽略。投资者需要分散化、组合监管、投资便利而不是复杂性。我导师的投资智慧和市场直觉使他确信共同基金将是一个极大的商业机会。1928 年，当他 31 岁的时候，这个共同基金的先驱就创建了惠灵顿基金。

1947 年，在摩根先生毕业 27 年以后，我也成了普林斯顿的学生。在大三的时候，我开始为大四学年论文寻找一个在学术上还没有仔细研究过的主题。1949 年 12 月，我看到了《财富》杂志上一篇名为"波士顿的巨大财富"(Big Money in Boston)的文章，介绍了共同基金业。当我读到"共同基金看起来变化很小"但却"迅速扩张并有一些争议，该行业将有巨大的潜力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响美国的经济"时，我就知道我找到论文的主题了。经过1年多的紧张学习，我完成了这篇论文并把它送给了几位业界的领袖，其中一个接收人就是摩根先生，他喜欢我写的论文。后来他写道："对于一个在大学里没有任何实际工作经验的人来说，这是很好的文章了。主要由于这篇文章，我们接受鲍格尔先生加入惠灵顿公司。"我在1951年毕业之后，立即就投入了工作。

在20世纪30年代大危机的时候，很少有年轻人进入投资领域，进入规模很小的共同基金领域的人就更少了。当我在1951年加入惠灵顿管理公司管理惠灵顿基金的时候，这还是一家很小的公司。我进步很快，不到10年时间，就成了沃尔特·摩根的接班人。20世纪60年代初，我忙于负责各方面的事务，1965年初，当我刚好35岁的时候，摩根先生告诉我，我将是他的继任者。公司这时处于困境，摩根先生要我"采取一切必要的措施"解决我们的投资管理问题，我意识到一个巨大的机会来临了。

合并，解雇，主意

任性、冲动和幼稚的我发现，与波士顿一家公司合并能解决我们的问题，我们在1966年进行了合并。尽管开始还不错，但结果表明这只不过是一个错觉。合并在前5年很好，但我过于机会主义地寻求新合伙人，使得新公司的投资经理过于激进而让我们的基金持有人受到了损害。首先在1972年股票市场持续上升的时候，我们的基金却落后了；接着，在市场下降了50%之时，又率先领跌。我们管理的基金资产从1973年初的25亿美元降到1974年末的13亿美元。毫不惊讶，我和新的合伙人闹翻了。

但是我的反对者比我在公司中的投票权要多，就是他们把我从我曾经认为是"我的"公司中解雇了。这次合并——可能是我企业家精神的第一次尝试——以失败告终。我失败并不是因为被解雇，而是因为我实行了当时流行的激进投机策略。现在看来，这次失败不是什么丢脸的事，但唯一令我尴尬的是我急于求成的决定、我的天真和我不顾历史教训而犯的这一个错误。人生是公平的：我犯了一个大错误，也付出了沉重的代价。

以前的这些合作者胜利之后，他们就打算把全部的惠灵顿管理公司移到波士顿。我不能让这种事情发生，我想把惠灵顿基金留在费城，这是它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

创立的地方，是其根源所在，也是属于它的地方。我有了如何来做这件事情的主意。大门紧闭的时候，窗户是开的，这就给了我第二次实践企业家精神的机会。我的想法是最大限度地利用惠灵顿基金和惠灵顿管理公司在治理结构上的细微的区别，前者由基金持有人所拥有，后者主要被我先前的合作者所控制。我想利用这种不同并承诺改变现行的基金运作结构。要想使这种说法获得支持并不容易，产生效果就更难了，因为一切都没有先例。

这个主意可能来源于我在普林斯顿时的学年论文。在论文中我得出了若干结论并认为，基金业要实现最大可能的增长，必须注意“降低销售佣金和管理费”、“明确表达共同基金的投资目标”、避免创造“管理会出奇迹的期望”以及“共同基金的主要原则是正确的管理(而不是辅助的活动)”。我的观点，简单来说，就是共同基金业如果能更多地为持有人考虑，就等于是在为自己考虑。这个给予投资者公平待遇的简单概念将是新公司创立的基础。

但是这个目标如何实现呢？再一次，我们需要简单化的原则。为什么我们的共同基金，无论过去还是现在，都要按惯例保留外部管理公司来管理自己的事务呢？什么时候基金才可以管理自己并节约一大笔费用呢？共同基金应该是真正的共同治理。这种战争非常艰难，董事会不可能平静如初，但是新的治理结构终于取得了胜利。

推进与受阻

在新的治理结构下，我们需要组建一个新的公司。我努力为这个新公司想个名字。就像 1949 年《财富》上的一篇文章激发了我的创作灵感一样，这一次，我从偶然买来放在办公室的一本旧书——《大英海军的荣耀——1789 至 1817》(*The Naval Achievements of Great Britain－1789 to 1817*)——得到了灵感。其中一章描述了 1798 年英国在尼罗河战胜拿破仑舰队，我读到纳尔逊将军刻在先锋号旗舰甲板上的庆祝语：“HMS Vanguard。”就这样，我得到了公司的名字，全称为“先锋集团投资公司”。这个新公司成立于 1974 年 9 月 26 日，我希望就像纳尔逊将军的舰队在拿破仑战争中控制海域一样，我们这个新的舰队也能够控制基金业的海洋。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的想法遭受了挫折，基金董事们仅允许先锋集团（在新的治理结构下，由基金自己拥有）负责基金的行政管理，而这仅仅是基金业务三部分之一。在 1975 年 5 月，公司开始运作的时候，全部员工只有 28 个人，只负责基金的运作、法律和融资等方面的事务，共同基金三角关系中更重要的两个方面——投资管理和基金发行，依然由惠灵顿管理公司中我的对手所掌控。

这个挫折让我几乎没有什么空间来发展我对这个新公司所设想的彻底的共同治理结构，如果不能控制管理和发行，我们就不能掌握自己的命运。先锋基金公司不能控制投资管理的现实让我在几个月中，做出了空前的行动，当然现在看来是很平常的。我开始把多年的思考付诸现实。我在普林斯顿的论文，认为共同基金“不应该追求超过市场的平均收益”。这种思想是否是我后来创立指数基金的基础？老实说，我不清楚。但是如果要我说在 1975 年 9 月提交给董事会的建议，即先锋基金公司要创立世界上第一只指数基金的想法，是起源于什么时候的，我会说就是 1951 年写这些话的时候。

在 1975 年底之前，我们创立了指数基金——基于标准普尔 500 指数的第一个指数投资信托基金，就是现在所谓的先锋 500 指数基金，刚开始它被嘲笑了好几年，整整在 10 年以后，才有了一只类似的基金。但在新世纪来临之际，这种曾经被称为“鲍格尔傻瓜”的指数基金可能会是世界上最大的基金。指数基金的秘诀就像我在 1975 年 9 月董事会上说的一样，就是它不要求“投资管理”，只是简单地拥有指数中的所有股票而已。这个还算聪明的想法勉强取得了胜利，而且这种近似管理的方法，使我们慢慢地接近了基金管理三角形的第二条边——投资。

如何达到最后一条边即第三方面——基金发行呢？就像我们创造了新颖的公司治理结构和新颖的指数基金一样，我们对这个看起来很复杂的问题设计了一个很新奇的解决方案。新奇吗？我们消除了发行基金的需要。我们远离惠灵顿管理公司的经纪商网络，不靠销售商来销售基金，而是让买家自己来购买基金份额。1977 年 2 月，经过另一场分裂战争以后，我们采取了一个前所未有的行动。我们一夜之间将传统的经纪人—自营商销售体系转变为没有认购费、免佣的营销体系，我们再也不会采用以前的方式了，也没有必要。

如此之低的运作成本成了我们的品牌。我们的共同治理结构和成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约束相结合，就创造了没有销售佣金发行基金的做法，这是很及时的一步。早在电影《梦幻之地》(*Field of Dreams*)使"鼓舞艾奥瓦州棒球场的创建"这个短语流行之前，我们最基本的市场营销策略就是基于这样的原则："如果你把它建好了，人们就会来的。"经过很多年，投资界才认识到我们这种新的治理结构和这种共同治理结构管理下的基金的价值，但是投资者最终还是来了，而且是成千上万地来了。

但我们在斗争中建立起来的结构还是不够稳固。1977 年证券交易委员会只是暂时允许我们采取一些关键的、史无前例的步骤，让我们把先锋基金公司变成真正的共同基金公司。在 1978 年，我们经历了为期两周的监管听证会，然后提交了大量的文件并进行了法律辩论。1980 年，在经过了将近 3 年的暂时许可之后，证券交易委员会推翻了先前的立场，裁决我们不能再继续开展业务了，这在现在看来是令人震惊的。因为我们知道，我们是在做对基金持有人有利的事情，于是我们进行上诉，终于取得了胜利。证券交易委员会的态度发生了转变，在 1981 年，经过了持续 4 年的斗争以后，证券交易委员会终于批准了我们的计划，批文如下，非常有力地总结了委员会的观点：

> 通过确保基金董事能够更好地评估基金服务的质量，先锋基金计划推进了(《1940 年投资公司法》)目标的实现。这项计划促进了信息披露的改进……显著地增强了基金独立性……推动了一个健康而切实可行的基金组织。

委员会的评语使得这场斗争变得很值得，我们终于有了牢固的基础。

熊彼特描述的企业家



先锋基金的简短历史是否能够说明我是一个企业家？这点得让读者自己来判断。但请允许我来介绍一下耶鲁大三学生在其论文中的阐述，根据约瑟夫·熊彼特的观点，一个成功的企业家应该具有三个方面的个人特质："建立一个王国的梦想和愿望，战胜困难和取得成功的愿望，实践自己的能力和独创性并以此为乐趣。"

"首先，建立一个王国的梦想和愿望……"耶鲁学生在这里使用熊彼特的话，认为我在普林斯顿的论文是梦想的初现。他正确地指出，"梦想的本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

身并非很不寻常，特别是对一个年轻的理想主义者来说，但不寻常的是要有矢志不渝的决心来追寻这个梦想，时时不忘自己的梦想，理想的火花才能绽放，直到创立了一种新的投资公司……这种公司的所有者和服务对象是投资者而不是投资经理人”。这里，作者十分准确地抓住了先锋基金的实质。

他认为先锋基金具有“切实而明确的目的”，但是作者指出（我并不反对）我在普林斯顿的论文只是对于一个新行业之“设想的萌芽”，并且“相当模糊”，然而，先锋基金并不像我们的发现所公开描述的那样，理想而预定地推进。从这一点来说，他认为先锋基金的创立是一个神话——尽管是“一个好的神话”。但是，作为企业家能力的第一个特征，“鲍格尔实现了他的梦想”。

“第二，克服困难的愿望，不断斗争的冲动，追求成功，不是为了成功的果实，而是为了成功本身”。关于熊彼特的第二个标准，文章描述了我是如何处理围绕先锋基金建立和早期发展的一系列斗争，他认为“完全是出于意志的力量”。但是他质疑，如果没有这些外部压力，内部是否还会这样运作。他认为，“如果鲍格尔不是迫于非常的形式，他不会做出非凡的举动……因为他保守的本性决定他的企业家激情除非是受到外在情形的激发，否则是处于克制状态的”。我必须承认这些想法很有意思，但现实是否真的这样，我可能没这个意识。

至于不断抗争的冲动，他认为“首先是为了先锋基金的独立性而斗争，然后是为了其成功，这看起来是鲍格尔先生 1974 年以后的生活。实际上，鲍格尔的整个一生都处于一系列的斗争之中……为他自己受世界顶级的教育斗争；为公司的创立和成长斗争；为生命而斗争”（这里说的是我 35 年来与心脏病的战斗，这场战斗在 1996 年达到顶峰，那年我做了全新的心脏移植手术）。他将先锋基金和富达基金公司之间的竞争描述为“世仇”，尽管我认为这两家公司之间是公平竞争，不过它们在投资哲学、投资理念和投资策略方面是完全相反的。无论如何，心脏移植给我带来的第二次生命使我可以继续战斗，使共同基金业更好地为投资者服务。无论我是否是一个企业家，我都不是唯一坚持自己信仰，并为自己的人生不断斗争的人。我相信我只是芸芸众生中的一个而已。

至于“成功的果实”，这位耶鲁大学学生和熊彼特持有同样的观点，认为物质和金钱并不是创业过程的主要动力。他也认识到我创建先锋集团

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也不是因为完全利他的理念，我在早期的行动是为了对自己职业的掌控。但是，他总结道，我的快乐是因为成功本身而不是因为它带来的收益，他认为，“一个人(在1997年初)能够拥有一个价值50亿美元到100亿美元的公司，却不这样做，那么他对创造一个不断成长的企业的兴趣，一定超过对其所带来的货币价值的兴趣”。就像他所说，当时从财务角度来说，我干得并不错。话题一转，他又说到：“一旦拥有的比需要的更多，就不会用金钱来论成败。”无论你是不是企业家，这一点都值得我们思考。

“第三，视创业为乐趣，把事情办好，实践自己的精力和创造力”。作者认为，第三个标准是熊彼特对企业家理解的核心。他的论文用先锋基金独特的治理结构和创建第一只指数基金来论证创业的快乐。他指出“尽管当时这个概念受到投资界的嘲笑，但现在却作为可靠投资的标志受到了欢呼”。他认为“企业家必须为其创意——想像力的精华——努力工作，这样它们才能持续下去，并为人所注意”。他是这样描述我的，“这个人不会干等他的主意自己开花结果，他会去积极实践，促其成长并告诉世人，他的观点应该被接受”。

置身其中



总之，这篇文章的年轻作者相信，根据熊彼特的三条标准(即建立一个王国的梦想和愿望；克服困难的愿望和为成功本身而奋斗的冲动；视创业为乐趣，实践自己的精力和独创性)，我是一个合格的企业家。但是，我要向他坦白的是“我并不是天才”。他夸赞我是“具有将模糊变得清晰，将难懂的变为易懂的天赋，有决心和精力孜孜不倦地追求自己的思想，最好的企业家是有学识的人”。文章最后还说我具有“超凡地意识到明显事实的能力”。老实说，这些包含矛盾的短语是对我职业的形象的完美描绘(毕竟“明显的事实”，就是大部分人都能认识的)。他相信这样的天赋“来源于天生的求知欲和自由的教育，有助于理解商业活动的本质和内容，并能置身其中”。

我将以自己微不足道的人生经历来结束本章。从1974年先锋基金创立以来，时代就已经改变了。最明显的是：我们在不断增长，我们的资产从13亿美元上升到了4 500多亿美元。我们最初只有28个员工，但现在已经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超过了8 000个，已经构成了一支真正的舰队。我们为投资者提供优质的服务，我们的服务、忠诚和投资业绩在业内具有良好的声誉。梦想确实变成了现实。

我承认，如果将企业家定义为将理念变成企业的领导者，那么我是一个成功的企业家。但是，如果根据一个企业家的理念最终被主流所接受的程度，那么我是成败参半的：我的思想还没有被共同基金业完全仿效，只在高质量的股票和债券上进行简单的长期投资的思想还不是共同基金业的主流，指数基金被同行接受只是因为营销所需，而不是当作一个使命；约束力强的债券和货币市场组合只是勉强被接受，为投资者争取低成本明显还缺乏动力。进入"先锋"行列并不代表着一种领导力，居于其核心的伟大思想，即共同治理的企业结构，还未有一个真正的追随者。我并没有干等我想像力的嫩芽(用论文中的话来说)。但是我可能也只是把它们锁在保险箱中。这些嫩芽已经获得了一定程度的认同，但只有时间才能说明它们是否会长久。

你现在已经足够了解先锋基金了，我是不是真正的"典型的熊彼特式的企业家"(按照耶鲁学生的话来说)或者只是一个管理者，你自己可以去判断。但是，我这个先锋基金公司的创始人还将会沉浸在创业思想的快乐之中，并保持企业家精神和使命感。我的使命依然不会改变：给任何地方的共同基金持有人提供他们应得的公平利益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十一章　领导力

——目的意识



企业家的远见和胆识是否导致了先锋基金的创立，或者可能更简单地说，新公司的创立是否仅仅源于"认识明显事实的超凡能力"？其实这些都不重要。一旦从 1974～1981 年的奋斗告一段落，公司的结构和全方位的业务都已具雏形，但要执行这种治理结构所需要的策略，依然还要面对更困难的挑战。这需要怎样的领导力呢？

对一个新的企业来说，开创性的领导力首先要具备目的意识。需要什么样的领导力不仅和企业的特性有关，而且也和领导人的性格有关系。什么才是领导人的行为方式呢？在这里，我要很坦率地讨论这个问题。和其他人一样，我也是一个奇特的、各种矛盾平衡的产物：我很自负但又十分谦恭；略有天赋，但也有盲点，常干些蠢事；有很强的存在意识和明显的不安全感；惊人的自信但有时候也会迟疑彷徨；是一个知识分子但却缺乏专业深度；是很积极热情的领导者，但是没有管理技巧，或者甚至没有这方面的兴趣。

我说这么多废话，只是想表明我和别人无异，一丝不多、一毫不少，一个普通人而已。然而我经历了很多事情，所以，也许我可以告诉你一些带我穿越精彩人生和职场中的事情。本章将重点介绍我酝酿、创立和命名的企业对领导力的要求，先锋基金公司很快就到 25 年了，我一直在试图形成其合理的价值观。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我只有一个抱负，创立一家全新的公司，它有一个新的名字，像一张白纸可以书写。这并不意味着它拥有大量的资产和绝对的市场优势，我也并不只是为了积累个人财富，不是为了追求任何可以计算的东西。就像在一开始告诉董事们的一样，我的目标很简单：把先锋基金变成基金业最引以为傲的名字。我有绝对的信念领导先锋基金公司实现这个目标。

简单性至上

公司业务方面应以简单性至上为原则，这很重要。我们的基金会清晰地阐述投资目标、明确的投资政策和精确的业绩衡量标准。其投资组合相当分散，管理方式极为保守，主要投资于高质量的证券。我们把成本降至最低（很显然，我们几乎是唯一这样做的，我发现了投资业最大的秘诀就是：总的投资收益减去管理成本就是投资者获得的净回报，这并不算太复杂）。

有了这样一个不算非凡的洞察力，先锋基金可以说——尽管我们很多年都不敢在公众面前这样说——投资的中心任务就是通过选择股票、债券和货币市场证券等各类资产来获取金融市场年收益的可能的最大部分。特别要意识到并接受这个比例是低于 100%的。[1] 在我们的低成本的指数基金和定义明确的固定收入基金中，对这一现实的认识被尊为典范，我们获得了我们所投资的金融市场的收益的 99%。从记录来看，积极管理型共同基金——股票型基金、债券型基金和货币市场基金平均只能获得市场收益的 85%。先锋基金公司的基本目标是将客户的利益放在首位——通过我们的服务导向、我们的共同治理结构和我们对低成本的关注——我们最有可能接近 100%的市场收益，这是对简单性价值的有力证明。

一旦目标设定以后，简单化原则将有助于我们来决定公司的领导策略。我相信为了实现我所设想的成长性，我们不止需要一个，而是需要很多领导者。不仅需要“大人物”，也要有员工的领导——那些甲板上下的人、那些装填火药和发射大炮的人、还有那些控制风帆和掌管航线的人，以及那些让船航行和操纵航向的人，所有的人都必须各司其职，并得到相应

〔1〕 1997 年中，我第一次在公开场合大胆地说到这一点，当时在《洛杉矶时报》（*The Los Angeles Times*）举办的投资策略研讨会上，我面对 7 000 多名听众发表了演说。在第四章我曾提及此事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的对待。然而掌舵之人，也就是船长，将为航行负最终的责任，因此，我要简要勾勒一些对我来说最重要的领导力特质。通过我们历史上的一些最重要的事件，我将讨论领导力与机会；准备、远见、目的意识与激情；既善于领导他人又善于服务他人的能力；失败与决断，以及耐心与勇气之间的关系。先锋基金的所有领导人，甚至大多数普通人都具有这些特质。也许重要的仅仅是拥有这些特质的强烈程度，以及它们之间如何平衡，还有就是在机会到来时它们能否显现出来。

一段幸运的历史

先锋基金公司是如何从 25 年前的创立之初，从一个只管理着 10 多亿美元投资者资产的“小店”，变成如今具有4 500亿美元资产的共同基金集团的呢？客观说来，1974 年公司创立的时候，是自大危机之后市场最萧条的时期，如今我们是在市场最好的时期，是美国历史上时间最长的牛市的顶峰，当然对债券也是一样的。我已说过上千遍了，“绝对不要把天才和运气与牛市混为一谈”。我们享受了运气和牛市。

在第十五和第二十章，我描述了机遇是如何将我带到投资领域并有助于我的发展：1949 年《财富》杂志上关于微不足道的共同基金行业的文章；我在普林斯顿的大四学年论文；我的导师沃尔特·摩根；《大英海军的荣耀》和先锋基金的名字；还有萨缪尔森—埃里斯—艾巴在 1975 年到 1976 年的文章启发了第一只指数基金的灵感。当这些幸运的事件结合在一起的时候，先锋基金公司的幸运故事就像是传奇一般，但确实是真实的。幸运，我将其尊称为机遇，经常或者总是领导力的先决条件（运气在我们生活中如此重要，以至于有机会成为领导者的人应当具有足够的谦虚意识）。



准备与远见、目的与激情

但只有运气是不够的。当机会来敲门的时候，领导者要有所准备。一个没有取得任何突破的人生是可悲的，当机遇降临而我们没有意识到，就更加可悲了。而最可悲者，莫过于我们没有做好充分利用它的准备。正如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杰出的法国科学家路易斯·巴斯德(Louis Pasteur)所说:“机遇总是青睐有准备的人。”当机遇降临的时候,我正准备提出一个合乎时代节拍的策略。准确地说,这并不需要很伟大的洞察力来预测,事实证明,一个家庭收入和财富上升、金融见识提高和投资者教育普遍深入的时代即将来临。随之而来的是有鉴别力和明智的个人投资者时代,因此,让我们把“有准备”作为领导的第一个,或者说最早的一个品质。

当所有这些机遇都来临的时候,先锋基金创立了。我们开始着手向投资者提供尽可能最好的收益。这要求稳健的投资政策、极低的运营成本,以及免除销售佣金。我们的观点等待着被接受,先锋基金成了金融服务领域成本最低的提供商,相应地就能够给投资者带来更高的回报。投资环境的改变在今天看来相当明显,这样的策略当然是最好的一个反应。但我要说的是,在 1974 年这对我来说就已经同样明显了。让我们把“有远见”作为领导者的第二个品质。

第三个品质就是我在开始时提到的“目的意识”。在 1974 年,我们就做出了将走向何方的决定,并承诺一定要做到。强烈的道德罗盘成为我们的指引。我们的唯一目的就是为基金持有人——那些将自己财产的未来托付给我们的人——服务。我们建立了一种公司式的治理结构,客户变成了公司的所有者,这种治理结构在今天的共同基金业中依然是独一无二的。我曾提及,流行的格言“要像对主人一样对待客户”在我们这里是真实的。我们的公司将所有权交给基金的持有人——而不像业界通行的做法,交给利润最大化的私人或者公开拥有的外部管理公司。就因为我创造了基金业独一无二的治理结构,我曾经被称作傻子。但是,对我来说,正是这种治理结构才真正代表了资本主义的本质:股东掌握公司的控制权。

从我们已建立的目标自然延伸出一条简单的商业原则:为持有人赚取尽可能高的收益,小心管理投资者的资金,在基金业中以最低成本来运作。我们以最低的用度运作着一只很“节俭的舰船”。我们不会给领导者支付高额津贴,没有头等舱旅行,也没有管理层专用餐厅。对我们的那些还保留着外部投资顾问公司的共同基金,我们会尽力协商降低顾问费,以期给顾问公司和持有人都提供比较合理的收益。我们不会浪费投资者的钱在昂贵的市场营销上。基金业中的其他人并不认为低成本有多么重要,但是我们每天都在证明这样一个事实:其他因素保持不变,成本越低,则投资者的收益越高。成本是很重要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目的意识号召我们，不仅要证明这个命题并以此为生，而且还要向投资者传递这个信息。伟大的英语让我们有了非凡的媒介来表达这一点，而且可以以上千种不同的方式来传递。20 多年来，我执笔我们基金的所有年报，对全体员工的演讲超过了 50 场，在全美甚至穿越大西洋和太平洋作公开演说，尽我最大的努力来告诉投资者推动先锋基金的使命，正出自一种强烈的目的意识。

没有激情的目的是很难有达到的。用黑格尔的话来说，"没有激情，就无法成就世界上任何伟大的事业"。我认为"激情"是领导者的第四个品质，也是很关键的一个品质。激情四射不一定有必要，很平静的一种激情也是有同样效果的，甚至会更好。热情与活力或许只是企业家的动力，这些都取决于领导者本身。但是无论如何，激情对鼓舞士气相当重要。这就是管理(完成工作并实现目标)和领导力(建立目标，描绘远景，争取优秀的人来参与)的区别。必须要明确的是，领导力在将梦想转化为现实和成就的过程中具有至关重要的作用，但是只有当公司的原则和价值经过时间的检验，经过增长变得成熟之后，管理才最终起作用。对于充满激情的领导者来说，斗争的岁月可能会比事业顺利向前推进的年代更能带来满足感。当然只是在最初的年代才需要拉西莫尔山伟大的雕塑家加特森·鲍格勒姆(Gutzon Borglum)所说的这种激情，"生活是一种斗争，激战中人们不知道哪来的力量"。

语言的力量

在努力传递目的和激情的过程中，我主要是依靠恰当的言辞。在先锋基金公司，我们禁止使用"雇员"，因为它暗示主仆之间的关系；我们也禁止使用"顾客"，他表示同时和多个供应商做交易的买家；同样，我们也不许使用"产品"一词，它是诸如牙膏、啤酒和罐装汤之类的消费品的同义词。相反，我们使用的是同事，一次成功的航行必须要依靠每一个人；委托人，和我们建立长期金融关系的人；共同基金，反映我们所提供服务的信托本质。这样的词汇选择有助于投资者形成对我们的看法，同样也让我们更好地看清自己。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当我找不到合适词汇的时候，我也会借用其他人的话，尤其是描述船员或者是激情的词汇。当我第一次在先锋基金公司总部演讲时，我想起了华盛顿教区大主教弗兰斯·B. 赛耶(Francis B. Sayre)牧师的布道。当他说到1976年7月4日，高大的船队驶入罗得岛的新港口时，我一下想到先锋的含义，在早期，我们面临惊涛骇浪，成功似乎遥遥无期，我们不得不迎难而上，一步一步走向胜利。但是从1983年至今，我们经历了风平浪静的时期。赛耶主教关于美国的描述与此是多么类似啊：

船员们知道这些天来人们忘却的事实，没有什么要实现的目的，在上帝之海也没有设计好的航线。他们只不过将船帆整理好，并将船舵调整到与海浪相适合的水平。

水手们还是在敏锐地观察天空中云朵的含义，仔细观测水天之间，风尖浪头的任何异动，通过这些迹象，他就可以预测是惊涛骇浪还是风平浪静。他们对气候了如指掌。

如果幸运的话，从天堂中吹来的风正好与他行驶的方向一致，并且又能在大风来临之前将所有的帆布都挂起来，就可以在大风的吹动下轻松自由地驶向目的地。这就是如今的美国，富强安逸，不必特别辛苦地完成航海日志，仅仅是轻松游弋在大海之上，清风与微波伴随，人们懒洋洋地躺在甲板上。

但是在这个世界上，我们更经常会碰到逆风。尽管目的地没有变，但我们不得不逆风航行，前后变换，关紧舱门。海风吹在脸上，海水打在腿上，紧拉船帆的手指被海水浸得发白，身体紧张地抵住船舵。不断调整货物以适应风向变化的需要，最终逆风行驶到达目的地。

那时你的船必须牢固，帆绳必须拉结实，将这些混合成一个有机的整体。那时你的船员也必须要有勇气，服从船长命令而不是目无权威。

仆人式领导

领导的第五个品质看起来有点自相矛盾：领导是仆人的观点。仆人式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

领导的概念对我来说，也不是很容易就想出来的。实际上，至少在先锋基金的前10年，当我们还是一个小公司的时候，我可能被认为是一个独裁者。但我倾向于认为，我对权力的使用，并不是为了个人的利益，而是为了把我这个被人怀疑的、新颖的观点推向世界，为了建立比一般商业企业更具有价值意识的公司。我竭尽所能来发展和推进新的投资方式，充分利用我所具有的道德力量将诚实、公平交易的观念和对人的尊重融入一个企业。只有这样，一个商业企业才能生存下来，并在激烈竞争的市场环境中蓬勃发展。

多年来，我对如何运作公司的观点是紊乱甚至不成熟的。但是随着不断的发展，我在公司全员大会上逐渐作出了清晰的阐述，我们甚至在1987年制定了明确的“先锋基金公司价值手册”。在那时，我开始阅读美国电话电报公司资深管理者、麻省理工学院斯隆管理学院和哈佛商学院访问讲师罗伯特·格林雷夫(Robert Greenleaf)的作品。他向我介绍了仆人式领导的概念，还有“每个人部分地是仆人，部分地是领导者”的企业模型。这些乐于奉献的人有助于他们所服务的对象以及同事们建立更远大的目标。

格林雷夫先生清楚地阐述了一个“卓越的服务机构”的概念，在这样的一个机构中“所有接受其原则的人，都可以获得更高的水平和更大的效力”。他认为需要理解领导者和追随者的关系，因为“机构中的每个人都既是领导，也是追随者”。然后，他的一个重要论断就是：“如果一个机构以服务为目标(先锋集团的结构和策略也要求实现这一目标)，那么只有这些生来就有服务意识的人——为别人着想的人，才应该被授予领导权。”对此我要补充一点(我想格林雷夫先生也会同意的)，正如领导者给予追随者力量一样，最好的领导者也会从追随者身上吸取力量。无论如何，我们无法知道这样的哲学道理和我的观点的吻合仅仅是偶然的巧合——就像随机游弋的物体在夜空中的碰撞——还是伟大的思想所具有的神秘的共性的例证。或许各有一小部分，但这是我如何努力领导先锋基金的很重要的部分。



格林雷夫论仆人式领导

格林雷夫在其生涯中，信奉“仆人式领导”的观念在使企业更人性化的过程中，以及取得更大的商业成功中起到很重要的作用，并对此进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了大量的演讲、教学和写作。我赞同他的观点。在《仆人式领导》(*Servant Leadership*)中，他写道："领导者真正的本质就在于在前面指路，并具有超乎一般的激情。即使他知道前途并不清晰，甚至还有危险，一个领导者会说，'我要去的，跟我来'。"(这里，我相信，他指的并不只是公司领导者的伟大观点，同时也说明了一个成功的企业，面对无数需要完成的任务，所需要的领导者才能。)[1]

他关注的焦点是商业而不是其他外围的东西，那才是中心。他对以自由解放的思维来创造一个伟大的公司深表担忧：

如何区分企业的优劣？一般的方法是利用更高级的技术、更透彻的市场分析和更好的财务状况等，但这些都不准确，需要用非传统的方式思考企业的梦想——它要什么样的业务，如何建立优势，以及如何组织服务。它应有激进的哲学和自我形象。按照传统的商业智慧，它根本就不会成功。那些明显不能成功的竞争者似乎在说，"公司的这个观点没有用，因此，我们从中学不到任何东西"。

在有些情况下，公司用非传统方式思考企业的梦想是一种自由解放的愿景，但在我们的社会中，自由解放的愿景非常罕见，为什么呢？因为稳定的社会使得一个强大的自由解放的愿景很难普及。至今还没有人逃过这个定数。我们不能后退到完全传统的社会，像我们期望的那样舒适。世事一定会变——有时还是巨大的改变。

很难普及只是答案的一半，另一半答案则是很少有人具有总结愿景的才能，很少有人具有清晰表达它的能力，也很少有人迫切要求和充满勇气地去尝试。但这就给有先见之明的仆人式领导留下了表现的空间，一个充满同情心的服务型社会必须依赖他们这种自由想像力的推动。

先锋基金公司是否符合伟大公司的定义，我将这问题留给比我更聪明、更客观的人来评价。但是我相信它是一个伟大的公司，因此，我也可以毫不犹豫地说，这正是对我们要成为什么样的公司，如何建立优势和如何有组织地服务于委托人的非传统的思维的结果。我们敢与众不同，

[1] Robert K. Greenleaf, *Servant Leadership: A Journey into the Nature of Legitimate Power and Greatness* (Mahwah, NJ: Paulist Press, 1991).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而且看起来很有成效。

随着先锋基金公司从一家小企业成为一个巨人，对领导者的挑战已经在根本上发生了改变。格林雷夫先生对这类事情也有一些思考：

企业在一个人的领导下是否还能运行良好，这就是大公司和小公司之间的临界点。如果公司主要建立在个人的推动力、想像力、品味和判断的基础之上，当达到这一临界点的时候，他可能很难意识到，最大的风险也许就是公司不再成长和保持现有的质量。

在这一点上，领导者必须要开始建立一个机制来进行管理，把工作做好，而保持一个大企业最优长期业绩的第一步就是将公司委托给董事会来管理。建立这样的一个机制，最有可能吸引和留住优秀的人才，让他们为公司奉献力量和品质，保证公司从小规模到大规模的持续增长。

成功的领导者必须愉快地接受这种挑战：将一个人的企业变成一群能人志士共同拥有的、能够自律又不失创造性的机制。他们有能力使企业继续扩张，甚至能够将企业现有的成就提至更高的水平。

只有时间能证明我们迎接这种挑战的能力高低。但是，正如格林雷夫所说，只有“组成这一机制的人在正确的时间做正确的事情，因为目标明确而又能被充分理解，他们知道应该做什么，没有人指导也能做正确的事情。这需要一个强有力的领导者将服务对象的利益放在首位，并且这也将确保他们能将这种精神传递给尽可能多的人，从而确保其事业在同行中保持领先的地位”。只有这些都能做好，我们的目标才会实现。



失败与决断

下一个品质可能会让你非常惊讶，但我还是要将“经历失败”作为领导的又一个要素。如果生活中能遭受挫折倒可能是最好的。1974 年，我被人从 1951 年就进入的基金公司总裁的位置上解雇了，我有种失败感。但是有了这次惨痛的教训，如同凤凰浴火重生一般，我才有了现在的公司——共同基金业的“先锋”。在公司的早期，失败经常折磨着我们。我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个新公司管理的共同基金经历了连续 80 个月的现金净流出——想想这是什么概念！——但是在逆境中，我们汲取了力量并学会了重要的原则。多年后的现在，我们仍然要时时面对失败。但这都不影响我们的成功。我们必须从这些失败中学到成功的经验。

如果你注定失败，那么你必须进行斗争。韧性，是领导者的另外一个品质，也是斗争中的必要品质。因为我们公司的结构和业务策略完全成型需要很长的时间，甲板一开始就横在我们面前，我们非常担心基金董事们不愿意再次让我们创造共同治理结构。在公司初创时期，我们不得不艰苦奋斗以求最终成果，我们的角色不断从单一的行政管理扩展到指数基金经理、再扩展到基金发行人。但是我们作为一个全能型基金集团的地位，是在 1981 年战胜了证券交易委员会(虽然他们是出于好心，但被误导了)之后才正式确立。又经过长达 7 年的奋斗，我们的共同治理结构总算在基金业占有了一席之地(我们内部管理的资产达到了 2 600亿美元，占我们总资产的 60%)。这是来之不易的——没有任何东西比这更有价值了——我想我们可以把“决断”——如果你愿意，也可以称为“韧性”——作为领导的第六个品质。

耐心与勇气

自相矛盾的是，我们的韧性，必须要和“耐心”结合起来。这是领导的另一个品质。我最喜欢的例子就是我们开创性地创设了市场指数基金，今天，令人有些悲伤的是它已经成了“业界的宠儿”和“火暴产品”。因为它以低成本与股票市场挂钩，因此在长期中，消极管理的低成本指数基金注定会超过大部分高成本的积极管理型基金。先锋基金公司在 1975 年创立第一只指数基金，这种伟大的开创性思想曾经被其他人所嘲笑，但是我们有耐心，加上我们的韧性，最终获胜了。

在 1976 年初次发行的时候，本来希望卖掉 1.5 亿美元，但实际只卖掉了1 100万美元。在 1977～1982 年间，标准普尔 500 指数的收益也罕见地、大幅度落后于大多数基金经理所管理的基金收益。我们的指数基金达到最初设定的 1.5 亿美元的目标花了 6 年时间。即使是在共同基金业最繁荣的时期，第一只指数基金也只是在 1990 年才超过了 10 亿美元，这离它创建之日已有 15 年之久。但我们耐心高效地管理着它，看着它开始超过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

积极管理的基金，看着它的收益稳步增长。我们的信心已得到证实，它能够像我们承诺的那样有效果。指数化开始萌芽。先锋基金，拥有1 500亿美元的指数化资产，分散投资在 28 只基于不同市场指数的基金上，它无疑是基金业的领袖了。耐心获胜了(个人注解：曾经有持有人给我写信，说我“对行动没有耐心，却耐心等待结果”。这看起来足以描述我看待指数化的方式)。

为了总结这段冗长的论述，我尝试谦卑地将“勇气”作为领导者的最后一个品质。有时候，公司不得不向纵深方向发展，那么就必须要有勇气来坚持自己的信仰，而不管是否身处逆境或被嘲笑。从其共同治理的结构、对低成本的追求和给予持有人公平的利益，以及保守的投资哲学、避开热销产品和欺诈性营销以及铺天盖地的广告等方面来说，先锋基金公司确实是叛逆的公司。当浮躁占据主导的时候，需要很大的勇气来坚持自己的道路，但是我们坚持自己的信念：在长期中，当认知和现实之间存在差距的时候，现实获胜只是一个时间的问题。

未来的领导

什么才是成功领导的特质？在《金融服务业的领导》(*Leadership in Financial Service*)中，史蒂文·I. 戴维斯(Steven I. Davis)[1]调查了全球金融服务业，以辨识 20 世纪最成功的金融领导者的品质。他的观点和我相近，但是他把客观性也作为一个品质，我却没有。以下是戴维斯的研究中关于领导者品质的论述：

先见之明。成功的领导者对领导者角色有全面的理解：要有对未来发展方向的预见，能意识到达到目标的过程，以及能够清楚了解作为个人他们在此过程中的作用。

核心价值。成功的领导者必须尊重正直的品质，这和给投资者提供的价值是密不可分的。在长期中，领导的连续性是形成共同价值和文化的必要条件。

[1] Steven I. Davis, *Leadership in Financial Services: Lessons for the Future* (London: Macmillan Press, 1997).



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

领导的执行力。在制定了方向和价值之后。领导者的下一个任务就是心无旁骛地决心达到这些目标。领导者要花大量的时间来和组织的各个层次进行交流，从一对一的谈话，到对成百上千的同事进行演讲。领导者必须要亲自承担果断决策的直接责任，将自己的个性表现出来，使得追随者能够清晰地看到他是一个可以识别的活生生的人。

解决矛盾。领导者必须要做出一些可能遭到同事强烈反对的决定……尽管他想要尊重其他人的观点，保持组织的团结性，但是公司的创立者必须要采取他认为是最好的措施。

精力。在为传达领导信息而进行的精疲力竭的长期斗争过程中，领导者必须做自己要求他人做的事情。而这就需要领导者对机构和他所传达的信息有完全的承诺，身体力行，这不仅是一项使命，也需要高度的个人精力。

毫无疑问，这些领导者的品质不仅仅是一系列简单原则的精华，他们是个人经历、智慧和品格的独一无二的产物。无疑，戴维斯树立的这些路标给未来的领导者指明了方向。

运气也起了很大作用

根据我自己的经验，高效的领导必须具备有准备、远见、目的意识、激情、服务意识、经历过失败、有决心、耐心和勇气这 9 个基本的品质。在事业不顺的时期，命运将它们聚集在我的周围。为了处理个人的失败(这是相当不同的失败——心脏坏了)，我像任何其他人一样积聚了我所有的耐心、韧性和勇气。在 1995～1996 年间，我在医院煎熬了 128 天，静脉流体喂养，等待接受心脏移植手术。没有人能够想像我重新获得力量时的兴奋，我奇迹般地得到了第二次生命。高兴的一部分原因是这个奇迹让我可以继续领导先锋基金——推进我智力上的追求，将投资常识和共同治理结构带给共同基金业；以及将我个人道德上的追求，将更理想的企业管理和治理结构带给企业界。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十二章　以人为本

——客户与员工



对于先锋基金公司的创立，从 1974 年到 1981 年的不懈奋斗，以及领导层似乎应具有的品质，我的理解是既有成功也有痛苦。每次令人崩溃的绝望，最终都是以奇迹般的成功而告终。直到 1981 年，现代意义上的先锋基金公司完全形成，我们才开始平稳地航行。但即使在公司创立之初，海浪滔天，地平面消失在黑暗之中，甚至连生存都受到了挑战之时，我还是保持着一个理念：那些和我们并肩提供服务的，以及我们努力奋斗所要服务的，都是大写的“人”。

如果说简单化是我们投资原则的核心，那么人性化就是我们管理原则的核心。多年来，我热爱和尊重“人性化”这一词汇，并以此来描述我们的客户和员工。1997 年 12 月，我在哈佛商学院做了一次演讲，讨论“人性化”如何使得先锋基金公司变成哈佛大学所谓的“服务创新型公司”。我问学生，在他们所阅读过的公司策略的书中是否出现过“人性化”这个词汇。据我所知，没有人看到过。但“人性化”是我们得以发展的一个关键因素。

长期以来，我多次说过，“我们对服务对象既要像对待上帝那样忠诚，又要贴合人性，考虑到他们自己的期望、担忧和财务目标”。这个信条与聚集数十亿美元的资产无关、与吸引数百万的投资者无关、最好也与市场份额无关，甚至和公司战略，以及财务管理、技术支持和市场营销都没有关系。虽然上述这些对公司的经营来说在某种程度上是必要的，但对我们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要目标——尽我们所能为委托人提供最好的服务——来说是次要的。要坦白、忠诚地为投资者服务，要公平对待他们，要成为他们的仆人。对待他们的资产就像管理我们自己的资产一样。这个使命并不是太复杂，但是如果我们每天如此，就会从中获益。

不用说，以人为本的概念当然也适用于为先锋基金公司服务的员工。在先锋基金公司工作的人都应该以我们想要的方式来对待彼此。关键是：尊重他人；要意识到“每个人都很重要”；并且根据与同行相比给投资者带来回报的多少来给每个人予以奖励。在这 25 年的时间里，全体员工给我的感觉很好，或者，至少让我感觉有欠于他们。

在这最后一章中，我要谈谈对我们的员工和服务对象“既要像对待上帝那样忠诚，又要贴合人性”的理解。这个观点不是很复杂，但是这对投资者以及员工的组织关系有深远的影响。如果对待投资者能人性化，你必然要追求的是与委托人之间的信托关系，这与顾客之间的业务关系是对立的。如果你也能人性化地对待为机构服务的人，而不把他们当作特定时期执行特定任务的拿钱的雇佣兵，那么你的政策和做法就必须尊重个体，回报他们的贡献。简言之，“人性化”的核心必须体现在公司的每个行动当中。

人性化地对待投资者

把人作为企业的核心，一些特定的做法自然就会接踵而至。公司主要的目标就是帮助委托人获得投资的成功。一切从人出发来实现目标，需要同依靠经济学一样依靠感情因素。投资成功使得委托人实现其人生目标：如购买房屋、支付孩子的教育费用以及享受体面的退休生活。投资失败则意味着这些基本的人生目标不会实现。在长期牛市中，共同基金业看起来忘记了这些现实。基金公司似乎不是帮助投资者制定稳健的长期投资计划，而是采取激进的市场营销活动，宣称他们找到了投资优势的圣杯。太多的基金奉行轻率的投资策略，尽管是在牛市中，股东还是付出了很高的代价。当投资收益最终回复到更平常的水平时，更多的基金将会令持有人失望。以“人性化”为核心的公司则相反，他们充当受托人，而不是激进的资产聚敛者。他们努力提升信托的价值：坦白、忠诚、信任和公平交易。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样的公司才更有可能成功地面对金融市场的各种风暴。

这些价值观如何形成先锋基金公司对待委托人的方式呢？“坦白”意味着，在与持有人交流的过程中，必须遵守充分披露的原则：告诉持有人全部的事实，并仅限于事实。这项政策看起来很平常，但是在基金业宣传材料和与持有人交流的过程中却普遍缺乏坦白。没有考虑基金持有股票的成本就公布股票市场的长期收益；基金广告大肆宣传将来不可能重复的过去收益；基金招募说明书忽略阐述成本的重要性；更经常的是，共同基金年报也不讨论特定投资策略蕴涵的风险。然而，一旦把投资者视作“人”而不是目标市场，我们就会意识到，如果他们要想投资成功，客户就需要被坦诚相待，需要告知他们常识：坦率地讨论风险和收益，诚实地解释基金相对于市场或同行的成功（或失败），初步评价平衡投资计划的合理性，注意成本在形成长期投资收益过程中的关键作用。

坦白加强了信托人与委托人之间关系的第二个因素：“忠诚”。诚实是相互信任的前提，当机构自身的利益与委托人的利益相冲突的时候，委托人的利益应该被放在首位。先锋基金公司独特的治理结构，使得我们任何的盈利都属于基金持有人而不是基金管理公司，这消除了金融机构及其委托人之间许多潜在的利益冲突。然而，忠诚还要求在公司治理机构之外有更多的措施。忠诚意味着要把委托人的利益放在所有关系的首位，以实现特定的投资目标为唯一的目进行谨慎投资，在广泛接受的商业操守的原则下严格运行。这些做法，并非组织结构或操作手册的规定，而是来自于对委托人的人性化的认知，他们应该获得最大限度的尊重。

与忠诚紧密相关的是信托关系的第三个因素，“公平交易”的承诺。我们承诺尽最大的能力为投资者服务，确保他们的投资成本很低，确保投资收益相对于他们投资的资产类别和市场板块尽可能地高。组织的商业利益经常与其信托责任相冲突，以人性化服务为宗旨的组织就需要把信托责任放在首位。这里有一个潜在利益冲突的例子，1996 年，一个机构客户打算投资4 000万美元于先锋基金的短期固定收益基金，投资总额相当于基金资产的 10%。为了履行一项事先的承诺，他希望能在两个月内赎回持有的份额。在客户看来，这种安排对双方都有利。对先锋基金公司来说，我们有了一个大持有人。对客户来说，他可以用这一大笔钱获得可观的投资收益，而且其投资组合的购买和清算没有任何交易成本。

那些无视委托人利益、只关心自己的利润、资产和市场份额的基金公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司会对这位短期的客户感兴趣。这样大规模的短期交易，会带来投资组合的变动，给基金的其他持有人带来不必要的交易成本。我们拒绝了这笔订单。这个客户异常生气，通知我们说他会建议他的同行“再也不要与先锋基金来往”。而且他还将此事告诉媒体，登在了《华尔街日报》货币与投资版的首页，其中如实报道说，“他毫无疑问会发现为数众多的急于做成这笔生意的其他基金管理公司，尤其是如此规模的投资……将使公司获得大约3万美元的管理费”。然而，如果接受这笔投资，赚取了管理费，那就是把公司的商业利益放在了对其他持有人的信托责任之上。由于这篇描述我们拒绝4 000万美元投资的文章，我收到了持有人的几十封来信，他们100%地赞成先锋基金公司的立场，以至于我写信给《华尔街日报》的主编，“因为选择了光荣而合乎道德的简单行为，竟然引起了广泛的社会支持，这让我感到有些不好意思”。

持有人的反应

每个人都想受到人性化的对待，没有人想要被当作目标市场的一部分。我相信先锋基金公司在近年来的发展，部分原因是由于公众意识到先锋基金公司视投资者为有价值的个人，而不是一个货币符号。在我收到持有人的众多来信中，一个共同的主题就是他们非常感激我们努力坦白、公平和忠诚地对待他们，帮助他们实现重要的投资目标。下面摘录了一些最近的来信，写第一封信的投资者读过刚刚提到的《华尔街日报》上的那篇文章。

我一直都知道您是这样说的，现在我知道了，您也是这样做的。

妻子和我现在都已年过50，发现我们现在有100多万了，没有债务，还付清了房款。我30岁的时候来到美国，身无分文，从未想过每年的收入能超过4万美元，更别说读完四年大学了。我希望让您知道您对像我们这样的、实现美国梦的人的影响。

我们感谢您对投资者的真诚，我们喜欢您的投资哲学——它是如此的与众不同。现在我们要感谢您给我们的生活带来的巨大变化。一定有许多其他人也同样受益于您……任何人赚钱都不容易，您帮助

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们积攒了很大一部分。

我投资先锋基金公司的一个原因就是受到了鲍格尔先生《旧约全书》式的创始人形象的指引……可以毫不荒唐地将老鲍格尔比作摩西，他在电闪雷鸣之中将上帝的意旨带下了西奈山，那就是简单化，简单化，简单化……我乐于看到先锋基金公司一直坚持它的原则。我确信鲍格尔先生是很勤奋工作的，人们总是喜欢这样的人，我们家族也有一个，他已经去世53年了，但影响丝毫未减。人们喜欢能引发公众美好回忆的事情，因为这代表一些真善美的东西。

先锋基金公司一直保持高效的工作和高度的信托责任感，真是令人高兴。

我很快就相信了真正简单化思想的威力，相信提出该原则的人的智慧和真诚。低成本、注重客户、负责任、基金公司所有权关系、充分披露信息、税收效率、指数化，用一个词来表示，那就是真诚。虽然很简单，但却非常有力度。并且目标明确！您所带来的冲击波不会被其他一些同行所平息，他们应该为自己的行为感到尴尬。相反，这个冲击波将在相当长的时间中产生很大的共鸣。我很高兴地说："谢谢您！"

您能"认识到真相，并采取果断的行动实践有力的思想，力压一切困难"……无论在什么大海中航行，您都能用智慧的语言掌握真正的航向。我非常感激您。

感谢您这些年来所做的一切，您总是将持有人的利益放在首位。您给我们重现了过去的时代，商人之间的握手胜过合同。感谢您抵制目前注重高费用而不管业绩和服务的流行趋势。美国所有像我们这样的上班族再次感谢您。

您把委托人视同家人而不是一个账户。这是明智之举。我要对您在先锋基金公司的工作表示钦佩——不仅是因为您建立了一流的机构，还因为您稳重明智的建议。无论是在风格上还是实质上，您都让我想起了我的父亲，他也经常谈起低成本的好处、避免犯错误和长期购买并持有的哲学。这使他获益匪浅。请您继续传递明智投资的信息，在基金业越来越被一群骗子垄断的时候，您发出了重要而清晰的理性之声。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先锋基金公司的员工

这些来信不仅赞扬了我们坦白、真诚和公平交易的信托价值，也是对持有这些价值观的人——先锋基金公司员工的赞扬。当我们1975年刚成立的时候，“员工”这个词的选择看起来有点陈腐和老旧，但是现在已经被完全接受了，这表明它是有效果的，先锋号旗舰的优良传统——战舰的全体船员，相互协作，在海上航行中，时刻都在斗争，一个人的失败将会使整个舰船沉没，我们努力确保航行是安全和稳当的，无论风平浪静还是惊涛不断，我们都能自觉调整航向，最终到达胜利的港湾。

不用说，任何公司要想像舰船一样就必须要依靠员工的忠诚。几乎所有的领导者都需要忠诚——或者是通过分担任务、或者通过补偿计划，甚至是通过营造敬畏的氛围。但是无论如何，忠诚必须成为公司价值和特征的组成部分，一条有用的启示就是：忠诚不是单行道。任何公司无论多么努力，都无权只要求员工努力工作对公司忠诚，而不承诺企业将忠诚于员工作为回报。如果公司关怀其客户，就必须也同样关怀承担服务工作的员工。员工是公司的中心和灵魂，没有他们的关心和努力，公司注定要失败。

我经常对员工发表演讲，好几次都引用了麻省理工学院前校长霍华德·M. 约翰逊(Howard M. Johnson)关于需要个体关心所属集体的说法：

在一个越来越缺乏人情味的环境里，我们需要关心学院的人。我相信：关心学院的强烈意识是学院成功的必要条件。

学院必须成为人们高度关注和培养的目标：即使在它犯错或遭遇挫折的时候，拥有它的人，为它服务的人、它所服务的人以及管理它的人都要来关心它。

我们知道关心是费神而又艰巨的事情，它不仅要求兴趣、包容和关注，而且也需要自我牺牲精神、智慧、坚韧的思想和纪律。每一个负责任的人都必须要关心、深深地关心与他们生活息息相关的学院。

如果我们要求先锋基金公司的员工关心公司，确保公司达到委托人的要求，那么我们也必须要关心我们的员工。从上到下，我们对每一个员工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都非常尊重，这是人性化的表现。我们不能容忍“大人物”贬低“上班族”（如果让我知道了，我就让前者做一天后者的工作——如果他能做的话）。这个政策演化成一些“没有特贴”的规则——没有租用的车，没有保留的车位、没有头等舱、没有管理层专用餐厅。我在每个工作日中的一个重要规矩就是在我们的“厨房”吃午餐，与为持有人服务的员工交谈。我们信任员工，多年来，我一直告诉员工，我们只有一条商业法则，“做正确的事情，如果你不确定，就问你的老板”。

除了这些价值之外，我们举行正式的典礼来奖励员工取得的成就。最重要的是卓越奖和先锋合伙人计划。前者是为了奖励杰出的个人成就，后者是奖励我们所有员工的集体努力。卓越奖和先锋合伙人计划都是为了向我们的委托人提供有价值的服务而设的，我们需要公司员工人性化的服务来支撑公司的价值观、特性及精神。

卓越奖：每个人都无比重要

当我在 1984 年创立卓越奖的时候，我的目的是要奖励那些体现“先锋精神”的人，至今已经有 350 多人获得了这项荣誉，一般每个季度都会有 5～10 个在自己岗位上表现很好的人会获此殊荣。这个奖项特别有意义的地方就是获奖人是由同事提名的。在颁奖午宴上，我们引用来自获奖人同伴提交的提名词，赞扬那些获奖人是“110％的付出”，证明了他们的“速度、决心、精力和聪明才智”；或者认为他们“镇定自若、可靠、负责任和孜孜不倦”（引用了一段代表性的赞美词）。在这个服务于人性化和被人性化服务的公司中，这样的典礼是重申我们尊重个人的核心价值观的一个很好的机会。



在这个越来越缺乏人情味的时代，当官僚制度和技术使得个人的贡献日益模糊之时，卓越奖是对个人努力的肯定。每一个获奖者都会收到一个奖章，上面写着我在职业生涯中对个人作用的认识：“我相信每一个体都无比重要。”因此，我们先锋基金公司的人也是一样的。即使我们已成为巨人，我们还是认为全体员工是单个个体的组合，不论我们的舰队变得多大，每个人都无比重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合伙人计划:分享我们劳动的果实

如果卓越奖表彰的是个人的努力,那么先锋合伙人计划就是奖励员工在为持有人创造价值过程中的集体努力。每个员工从第一天上班开始,不用投资一分钱就是公司的合伙人,分享先锋基金公司的收入。因为先锋基金公司由投资者共同拥有而不是任何第三方股东所拥有,因此,先锋基金公司的收入都是给持有人增加的价值,可以分为两个部分:(1)先锋基金公司的支出和我们最大的竞争者的支出之间的差异;(2)我们的投资策略与组合经理的管理技巧给持有人带来的额外收益(扣除损失后的净额)。仅1998年一年,我们所管理的资产就给委托人带来了超过30亿美元的额外收益。毫无疑问,这些额外的收益当中有一小部分分给我们的员工,以表彰他们在为持有人创造价值过程中的贡献,正是这些贡献使得我们的公司可以高效运作,数倍地扩大了持有人的收益。

自从公司创建以来,我们就一直减少平均费率。这样的成就来自于我们独一无二的治理结构和成千上万、孜孜不倦为持有人创造价值员工。员工们不断提高服务质量和节约服务成本:在互联网上采用降低成本的服务、制作更实用的财务报表、消除重复邮寄的费用以及更有信息含量的税收报告等。先锋合伙人计划有助于奖励这些集体努力。

每个春季,在先锋合伙人野餐会上,我们会发放先锋合伙人奖金。这些奖金高达员工年收入的30%,因此不用奇怪,数以千计的员工热情高涨地聚集在福奇谷停车场巨大的帐篷里,听一些关于先锋基金公司价值的充满激情而鼓舞人心的评论(我的发言被称为"布道",不知道是恭维还是别的什么原因)。多年来,我一直告诫员工们,我们正在从事的——为持有人提供服务——是一项很重要的事业,公司每一个员工的努力都是极其重要的。以下是现在或者过去一些员工的信件,从中可以看出强调人性化的公司中,员工的参与意识:[1]

我要祝贺您……建立了这么令人骄傲的东西……所有在这里工

[1] 或许这些话不能全信,因为我们不能从一个船员对船长的说话口气中确定其动机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作的人都以此为荣。很少有公司拥有如此高的道德标准，您的谈话中最激动人心的东西……就是您总是提醒我们在其他人生命中的重要性和我们的伟大责任，要不然，在每天的紧张忙碌中，我们就会忘记这些重要的事情……

……离开先锋基金已经4个月了，作为公司和管理团队曾经的一员，我有机会来思考这个组织及其代表的意义。我最想念三件东西：员工、对理想的奉献精神和坚定而和蔼可亲的领导。

有机会在先锋基金公司工作，我感觉到特别幸运。就像您知道的那样，先锋基金公司是独一无二的组织。它以既定风险水平下提供合理收益为首要考虑，以直截了当的方式与持有人谈论他们的投资，以无与伦比的质量为持有人服务。在每天结束时，想到能在这样一家公司工作，我感到非常愉悦。

这个公司给我的印象是所有同事的态度都很积极……环境非常独特，在如今的商界中很难找到的。我接触到的每个人都很喜欢自己的工作，我不禁自问为什么这些人对公司如此满意呢？因为公司特别关心员工的利益——提供很多的好处、进步的机会、友好和鼓舞人心的氛围以及对员工福利真诚的关怀。

谢谢您给我这样的机会和荣誉为一位伟大的船长服务。您的领导力、同情心、诚实和不屈不挠的精神是我努力效仿的楷模。您每天做出的榜样给我的生活带来了巨大的变化。

先锋基金公司的成功主要得益于您教给我们的价值观以及现在和过去成千上万的公司员工。您的价值观充满整个公司，的确如此。为委托人"做正确的事情"同时也为员工"做正确的事情"，是您对我们的要求，也成为我们日常生活简单而有力的座右铭。

作为领导者，您有吸引各类人的感召力，您以此向我们阐述了我们的使命，这体现着您的梦想。这个梦想，以及您对此清晰的表达，使得所有员工以一种牺牲精神来为先锋基金公司的委托人追求更大的利益。

黄金法则

先锋基金公司的故事是一个无法预知的环境和与众不同的思想(例如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十章和第二十一章中的企业家精神和领导力)相结合的产物，它是独一无二的。在命运和灵感火花的交织之中，我相信将人作为公司核心的决定，是先锋公司成功的关键因素。就像本书中提到的众多常识一样，对人的尊重也是一个常识。经过简化的黄金法则就是："对你要侍奉的，就像你的仆人侍奉你一样；对待你的同道，就像你希望他们对待你一样。"一旦公司将这样的观点作为公司价值的核心，对待委托人和员工就像对待上帝一样忠诚，又能贴合人性，考虑到他们的渴望和担忧，那公司任何目标都能达到。

许多人将这一理想视作乌托邦，我也不会蠢到认为每一个基金公司都会成为风纪严明的金融服务机构，都将简单化作为投资策略的基石，将黄金法则作为服务策略的基石，将公司的命运完全交给可能出错的人类，听任他们在狂暴的大海上和风平浪静的港湾里都以委托人的利益最大化而行事。但是就像《国家》(*The Nation*)杂志的专栏作家克里斯托夫·希根斯(Christopher Hitchens)最近指出的那样，"人类不能仅仅生活在乌托邦之中，但是就像奥斯卡·瓦尔德(Oscar Wilde)精辟的评论一样，一张没有包含乌托邦的世界地图肯定是不值一看的"。天才的托马斯·潘恩一定同意这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后　记

我们阐述了在建立一个简单、合理和有效的投资组合时所要注意的投资策略、投资选择和投资业绩的常识。遵循本书中的投资原则，我毫不怀疑，你会成为一个更加成功的长期投资者。我同样也不怀疑，遵循共同基金业传统的谨慎投资策略和自律保守的投资组合管理策略，将会使共同基金的投资收益更高。这样的变革在基金的治理结构更加关注基金持有人而不是基金经理的利益时更能得到实现。

我最后一次提醒你，常识在建立投资计划和基金治理中的重要作用，我甚至用"常识"作为标题来提醒你它的重要性。共同基金的持有人获得的不足的投资收益和托马斯·潘恩阐述的殖民地所遭遇的不平等差不多。托马斯·潘恩关于"常识"的一些阐述几乎预见了共同基金与其持有人之间的关系：

潘恩论民选政府的逻辑："……随着殖民地的扩展，公众的担忧也会不断增加，成员之间的距离不断加大，使得他们经常碰面议事很不方便……这就显示出他们同意由一部分他们选举出来的人来管理立法事务的便利性，这部分人必须要和选举他们的人利益一致，与他们所代表的总体具有同样的行事方式……我提出这种形式的政府的想法完全是出于自然原则，非人力所能扭转，即凡事越简单，就越不易失调，一旦失调也越容易修复。"



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共同基金的治理结构也存在同样的问题，董事会从理论上来说是被选举出来代表众多分散的基金持有人利益的，然而却忘记了自己的使命。这种安排的简单性令人赞赏，但却产生了失调。现实情况是一旦共同基金根据合同授权外部管理公司处理所有的业务时，不是基金控制着经理，而是经理控制着基金。经验表明，无论是基金经理还是他们选择的基金董事，都不会与持有人具有"相同的利益"。董事会更经常的是将共同基金管理公司的利益放在首位，而将基金持有人的利益放在第二位。

潘恩论反对独立的似是而非："……这些依赖英国的殖民地一直受到许多物质伤害……我曾经听到有人这样宣称，先前与英国的联系使美国得以繁荣，为了获得将来的幸福，保持这种联系是必要的，其效果一样。这种言论极其荒谬，我们也可以这样说，因为一个孩子靠吃奶长大，就不要吃肉；或者说，我们要按第一个 20 年的活法再生活 20 年。"

在将近 20 年中，共同基金持有人从他们的基金中收获丰厚的利润。但由于高成本，使得他们在这个繁荣的股票市场中失去了获得更高收益的机会。在不会一直如此繁荣的未来中，我们将目睹成本对基金持有人会产生更大的影响。更重要的是，像小孩一样，共同基金已经到了成年，在过去的 20 年中，共同基金的资产已经增长了 90 多倍。现在他们是成人了，他们不再需要父母即便是善意的监督了。而基金管理公司，一直都从基金中收取高昂的费用，很难说是善意的。如果基金持有人应该独立，我相信是时候了。如果基金业的过去不再向未来延续，持有人将会得到更好的服务。

潘恩论理想政府的成本："……以下摘自博学的观察家德拉格奈蒂(Dragonetti)所写的《美德与奖赏》(*On Virtue and Rewards*)中对政府的论述，'科学认为，政治家在于保证快乐与自由。那些能够建立一种政府模式，以最低的国民成本，使个人快乐总和最大的人值得世人的尊敬'。"

共同基金的持有人对其投资正以相同的愿望采取行动。如同政府应以最小的国民成本来获取个人快乐总和的最大化，共同基金也应以最低的管理支出来最大化投资者收益的总和。

潘恩论领导人与国民之间力量的自然平衡："……小岛没有能力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自我保护，因此王国可以来照顾它，但荒谬的是让一个大陆长期被一个小岛所统治。自然界无论如何都不会出现卫星比恒星要大的情况。”[1]

在共同基金业也是一样，自然秩序已经被颠倒。需要极少量资本的管理公司，就是那个岛屿，却控制着共同基金持有人拥有的巨额资产的大陆。在如今的共同基金业中，恒星却在卫星的轨道上运转。这不仅违反自然，也违背常理。

在以上摘录的每一段话中，托马斯·潘恩都在猛烈抨击远距离的无所不能的领导方式。在这种方式以遥远的众多国民的利益为代价，为领导人谋取自身的利益，这个巨大而繁荣的殖民地的人们，正在愤怒地要求变革。如果将今天基金投资者的遭遇和200多年前殖民地居民的状况相比，或许有些过分，但情形的类似却是令人震惊的。基金投资者要想获得公平的待遇，最好的方式就是自己管理自己的基金，在管理重点、营销策略以及成本结构等方面都只为自己的利益服务。在长期中，要想获得投资的成功，取决于投资者在投资策略、投资选择和投资业绩中运用常识，并意识到基金根据所有者的利益进行治理是一种常识。



〔1〕具有讽刺意味的是，我在1951年普林斯顿的学年论文中也做了同样的阐述：“保证投资者的利益……是共同基金的首要职能，所有其他职能都应当如卫星一样围绕这一中心。”最近，在《鲍格尔漫谈共同基金》一书中，我提出哥白尼看到的现象是多么令人震惊，“巨大的太阳在围绕着它的小卫星运转”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录一　对 1999 年以来股票市场的思考

回顾 20 世纪 90 年代，精明的投资者可以得到很多教训。但是，我们大多数人想要知道的是将来会发生什么。我写这个附录就是为了进一步回应在第二章中质疑未来几年股票市场收益的人。我也要拿第二章为未来 10 年设定的收益范围——令一些投资者惊讶的是，收益将会非常一般——与如今盛行的"新纪元"对股票市场的看法进行比较，后者随着股票市场的持续上升，已成为主流的观点。

股票市场自 1998 年以来开始膨胀，怀疑论者认为股票市场的高估会逐渐缩小。股票型基金的现金头寸达到空前低的程度，这是金融市场从未有过的。1982 年牛市开始的时候，市盈率是 8 倍，那时候人们相当谨慎。16 年以后，市盈率达到了 27 倍，市场空前繁荣。仅此一项变化，股价的投机因素就给每年 12.1%的基本面收益增加了 8 个百分点，其中 4.5%是初始股利收入，7.6%是不同寻常的盈利增长，投机收益在过去 16 年 20%的年收益中占了整整 40%。

按 100 倍的市盈率估值合理吗

实际上，在 20 世纪股票市场不好的时候，认为股票市场低估的人占据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多数。在 1998 年 3 月《华尔街日报》社论版的一篇文章中，美国企业研究所的詹姆斯·K. 格拉斯曼（James K. Glassman）和凯文·A. 哈赛特（Kevin A. Hassett）强调了积极的因素，他们以一个横贯四栏的大标题问："股票市场高估了吗？"答案是："绝对没有。"作者认为股票的价格扩大两倍，使市盈率上升到 50 倍（当时的市盈率为 25 倍）是没有问题的。"我们并没有愚蠢到去预测短期的股价过程，但是基于目前的利率和利润水平的一般假设，我们并不担心目前的市盈率水平，也不担心两倍于现在的水平"。

他们的分析主要依赖于两个假设。第一，股票对债券没有风险溢价。根据沃顿商学院教授杰雷米·西格尔的研究，股票的长期实际收益比债券和国库券的波动性更小，格拉斯曼和哈赛特认为股票超过债券的 3.5% 的历史风险溢价也会一起消失，随着风险溢价下降，股票价格就会上升。

第二个假设就是在长期中，股票投资者获得的现金流与经济增长率差不多。将这两个假设加入一个粗浅的数学模型，就会得出几乎在任何市盈率水平上股票价格都不会高估的结论。他们在文章中认为，"我们发现与得自股票和债券的现金流的现值相等的市盈率是 100 倍，根据这个数字，股票价值低估了 4 倍"。这表明按照 25 倍市盈率定价的股票市场可以上涨 4 倍。这种分析看起来能够说明这种强劲的牛市。

但是很快就有人反驳了。几周之后《华尔街日报》就以更小的标题（占了两栏），刊载了一篇题为"股票低估了吗？一点也没有"的文章，发起攻击的正是西格尔教授，他的研究曾经为上一篇文章提供了依据。西格尔教授指出格拉斯曼—哈赛特对每股现金流的增长的假设是错误的。"尽管假设总的公司盈利增长与经济增长的速度一样是合理的，但是假设每股现金流也以这个速度增长并且不向现在和未来的投资者借债是完全不现实的，也是违背历史的"。[1]

西格尔注意到那篇文章中的模型并忽略了连续的盈余增长需要对诸如厂房和设备等追加额外的投资。为了融资，公司必须发行新股、借钱或者是保留再投资收益，所有这些都会降低每股的现金流量。因此，西格尔写道："认为股票在现有的水平上低估的说法是错误的……过去 5 年或者

〔1〕 J. J. Siegel, "Stocks Underpriced? Well, Not Quite," *The Wall Street Journal* (April 14, 1998), p. A23.



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说过去15年的股票的高收益根本无法持续下去。”

格拉斯曼—哈赛特、西格尔和奥卡姆

不论哪种说法正确，都是基于奥卡姆式的预测，主要依靠股利收入和盈余增长的长期基本面因素作出评判。格拉斯曼和哈赛特在他们的论文中加入了第二个靠不住的假设，从而消除了一直以来存在无限争论的风险溢价，支持单一不变的零风险溢价。投资是多么容易啊！假设股票价格有足够的空间可以上升到使得期望收益等于债券收益的水平，就没有了投机。那时，股票的定价当然应该按照它所提供的未来期望收益等于目前的美国国债的收益来进行，就这么简单。

尽管有格拉斯曼—哈赛特的论断，我还是认为股票有风险溢价，也认为基于目前股票和债券的投资价值来看，投资股票所需的风险溢价较高。简单的逻辑表明，基于直线(例如零息债券的复利)的最终预测结果比到期日前不断波动的最终结果更有吸引力。但是，也有可能我们的确处于新经济时代的黎明时期，股票风险减少，收益更加稳定，所以风险溢价也就更低了。

无论正确与否，许多机构投资者看起来比我还要关心未来股票收益的轨迹。格兰瑟姆、梅奥和凡·奥特罗机构投资集团(Grantham, Mayo and Van otterlo)投资合伙人之一的杰雷米·格兰瑟姆(Jeremy Grantham)认为，未来10年股票的名义收益率大约是3%，大大低于我的5%～8%的预测，当然我是基于较好的经济基本面和市盈率的一些下降来作出预测的。国际银行巨头瑞银集团管理着1万亿美元资产的投资策略主管加里·布瑞森(Gary Brinson)略微有些乐观，他认为美国股票未来名义收益大约是7%。用他的话来说，他的奥卡姆剃刀法则基于“简单的数学”：股利收益为1.5%，历史证明的实际增长率是2.8%，假设对未来我们将其夸大到3.5%……这样总收益就会是5%，加上2%的通货膨胀率，就得到7%的名义收益率。在长期中，股票价格必须以基本面为基础。[1]

[1] Bruce Upbin, “Unrealistic Expectations,” *Forbes* (July 6, 1998), pp. 266—268.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历史相似性

一个最后的想法就是：如今的投资思想与1929年流行的投资思想有一定的相似性。

格雷厄姆(Graham)和多德(Dodd)在第一版(1934年)《证券分析》(*Security Analysis*)中对1929年的股票市场状态进行了很好的描述，这本书也许是20世纪最有影响力的教科书。在第二十七章中，作者回顾了1929～1933年市场崩盘的原因，转录如下：

新纪元理论

在牛市达到顶点的1929年末，公众对于普通股的投资价值有了一种完全不同的态度。新的理论可以概括为："普通股的价值完全依赖于未来可以获得的收益。"因此，股息率和资产价值完全不重要。购买股票的公众并没有意识到普通股的投资理念发生了彻底的变革。

新思想给予盈余增长的趋势非常重要的地位，过去之所以重要只是因为它展示了未来可能发展的趋势。伴随着这种思想产生的一个理论就是，普通股是长期投资最有利润也最理想的手段。这个福音建立在各种上市股票在过去许多年随着时间的推移会有规律地逐渐增加价值的研究之上。这两个思想一起构成了1927～1929年股市上盛行的"投资理论"，理论推理如下：

1. 普通股价值依赖于未来的收入。
2. 好的普通股就会是稳健而有利润的投资。
3. 好的普通股，其过去的收益一直在上升。

这些陈述看起来好像是合理而可靠的。然而它们却隐瞒了两个理论缺陷，这可能会造成难以形容的危害。第一个缺陷就是抹杀了投资和投机之间的基本区别。第二个缺陷就是忽略了股票价格在决定是否值得购买中的决定性作用。

由典型的投资信托机构践行的"新纪元投资"与投机简直没有



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

区别。购买股票而不是债券，强调本金的提高而不是收入，重视未来的改变而不是过去的事实。新纪元投资只不过是着眼于具有满意的盈利预测的普通股的老套的投机行为。普通股的需求完全独立于其价格的理论看起来极其荒谬而令人难以置信，但是新纪元投资理论能直接推出这一结论。

这个理论最诱人的一个推论，就是在股票市场赚钱是世上最简单的事情。只需要买"好"股票就可以了，不需要管它的价格，自然而然它的价格就会上升。这种理论会导致不幸的结果。无数的人自问："在华尔街不需要劳动就可以赚钱，我们为何还要辛苦工作呢?"随之而来的从商业向金融区的迁移就像是著名的克朗代克河淘金潮一样，唯一重要的区别就是克朗代克河确实有金子。

投资信托机构建立的目的就是给没有受过训练的公众提供专家管理资金的好处——这是一个貌似可靠的观点。最早的投资公司非常重视能够经受时间考验的成功投资的原则，但是在投资信托技术中传统的投资原则消失了。投资过程只不过是购买具有收入增长趋势的蓝筹股——一些极受欢迎且非常昂贵的股票——而不管它们的价格有多高。

投资信托机构实际上吹嘘其投资组合仅仅包括最受欢迎和最高价格的普通股。它可能略带夸张地宣称，在便捷的投资技术下，1 000万美元的投资事务可由精明的、受过专业训练的职员进行管理，他们每人只要每周 30 美元的工资就可以了。站在大街上的人们被极力劝说将其资金委托给技能高超的投资专业人士，以获得高额收益，但是很快又被告知信托公司将会细心照看他们的资金，只购买那些常人自己就会购买的股票。

在新纪元的牛市中，"理性"的基础就是持有分散化普通股展现出来的长期收益记录……正如埃德加·劳伦斯·史密斯(Edgar Lawrence Smith)1924 年出版的《作为长期投资的普通股》(*Common Stock as Long-Term Investment*)一书中所说，普通股的价值具有不断随时间增长的趋势，理由很简单，因为在股息方面他们获得的比付出的要多，因此，再投资收益增加了股票价值。但是，在这个新纪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元运用这一历史事实是一个极端的谬误。

在长期牛市中普通股的吸引力在于，相对于成本，它比债券能获得更高收益的基本事实。例如，一只股票在每股盈余 10 美元的时候售价为 100 美元，如果价格相对于盈余上升到更高，这个优势就消失了。购买普通股进行投资的整个理论基础也就消失了。当投资者为 10 美元的每股盈余支付 200 美元的时候，他的获利能力并不比债券高，而且还没有保障。新纪元理论的拥护者将普通股的过去业绩作为理由，对盈余支付 20～40 倍的价格，无异于将一个稳健的假设曲解为一个不幸的谬误。[1]

如果你认为格雷厄姆和多德描述的 1929 年的投资环境与今天的很相近(除了一点，在今天的市场上，为不到 8 美元的盈余要支付 200 美元)，我一点也不意外。考虑一下埃德加·劳伦斯·史密斯在 1924 那本书中的思想与杰雷米·西格尔教授 1998 年书中思想的类似性；考虑一下如今类似的市盈率；考虑一下那个时代的信托机构与当前的共同基金的类似角色；甚至考虑一下 1929 年投资信托机构注重最受欢迎和最高价格的蓝筹股的投资组合，“由一个职员就可以管理”与如今建立在标准普尔 500 指数基础上的指数基金之间的区别(标准普尔指数中，大盘成长股票占很大的权重)。

但是事情改变了。如今与 20 世纪 20 年代后期最值得注意的历史相似，也许会造成同样灾难性的后果，也许不会。但是，知道过去总比忽略过去带来的教训要好。

* * *

一个有意思的附笔：《证券分析》第一版的第二十七章在最近的版本中完全消失了。莱格梅森公司(Legg, Mason & Company)的雷蒙德·德沃(Raymond DeVoe)在“缺少一章的怪事”[2]中指出，这一章在后来的版本中逐渐缩短，直到最近的版本中完全省略了。这也许是一个最不祥的预兆。



〔1〕 Graham and Dodd, *Security Analysis* (1997) by The McGraw-Hill Companies.

〔2〕 Raymond DeVoe, “The Strange Case of the Missing Chapter,” *The DeVoe Report*, vol. 20 (June 4, 1998).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录二

补充数据

基金个数[a]		股票型基金数据：分类平均				低成本组别与高成本组别：收益%		风险%		风险调整比例		费率		指数数据				
		5年收益率%[b]	5年风险%[c]	风险调整比率[d]	成本率%[e]	低成本	高成本	低成本	高成本	低成本	高成本	低成本	高成本		5年收益率%[b]	5年风险%[c]	风险调整比例[d]	成本比例%[e]
100	LV	13.8	9.8	1.23	1.38	15.5	10.3	9.6	10.3	1.42	0.89	0.56	2.91	LV	16.6	8.9	1.54	0.2
211	LB	13.2	9.9	1.09	1.07	14.2	12.3	9.8	9.9	1.23	0.99	0.53	1.7	LB	15.1	8.6	1.31	0.2
58	LG	11.9	12	0.8	1.18	13.5	10.6	12.6	12.1	0.89	0.67	0.77	1.69	LG	13.3	9.5	0.98	0.2
54	MV	14.2	9.9	1.2	1.35	16.4	11.3	9.5	10.8	1.55	0.95	0.79	2.21	MV	17.1	8.6	1.55	0.3
84	MB	14	11.3	0.98	1.22	15.2	12.1	12	11.7	1.11	0.71	0.76	1.79	MB	15.5	9.3	1.27	0.3
90	MG	13.3	15.8	0.67	1.33	14.3	12.1	14.9	16	0.8	0.55	0.84	2.01	MG	12.9	11.3	0.83	0.3
52	SV	15.1	11.6	1.15	1.33	16.4	14.4	12.1	11.2	1.18	1.08	0.84	2.01	SV	18.2	8.8	1.61	0.3
32	SB	15.1	13.9	0.93	1.17	15.1	15.6	13.8	14	0.97	1.04	0.62	1.68	SB	15.7	10.7	1.12	0.3
60	SG	15	18.7	0.69	1.54	15	15.4	17.7	19.5	0.7	0.65	0.9	2.44	SG	12.2	13.9	0.63	0.3
741	平均[f]	13.7	11.9	0.99	1.25	14.9	12.3	11.8	12.2	1.13	0.84	0.69	2.03	平均[f]	15.1	9.7	1.23	0.25

a. 标准普尔指数对应于大盘股基金，弗兰克—罗素指数对应于中小盘股基金；收益扣除了估计的费用；b. 年化收益率(扣除估计的费用)，1992～1996 年；c. 收益的标准差，1992～1996 年；d. 夏普比；e. 费用占 1996 年资产的百分比；f. 根据股票型基金的数目加权。

数据来自晨星，由先锋集团提供，1997 年 6 月。

LV 大盘价值型、LB 大盘混合型、LG 大盘成长型、MV 中盘价值型、MB 中盘混合型、MG 中盘成长型、SV 小盘价值型、SB 小盘混合型、SG 小盘成长型。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当潮水退去的时候，富有价值的投资思想，才会如礁石般显露其厚重的意义。

约翰·C.鲍格尔是指数基金的创造者和布道者，1999年《财富》杂志力荐的“20世纪投资行业四大巨头”之一！自1949年起就开始深入研究共同基金，其特有的智慧和投资经验理所当然地值得读者期待。《共同基金必胜法则》是作者继畅销图书《鲍格尔漫谈共同基金：对精明投资者的新指引》后的又一本力作。

约翰·C.鲍格尔通过援引潘恩和格雷厄姆的著作，向人们说明了一个简单的道理：在长期内，战胜市场只是一个神话，任何基金都难以摆脱均值回复的铁律。因此，要想获得最大可能的市场收益率，就必须降低买入和持有基金的成本。而基民要做的，就是购买运行成本低、没有或很少有佣金的基金，尤其是低成本的指数基金，然后持有尽可能长的一段时间。波特的“成本领先”战略同样适用于基金投资。难怪晨星公司总裁和首席执行官道·菲利普斯说：“这是一本任何个人投资者和专业投资者都不应该错过的好书！”

“巴菲特不能教会我们如何成为一个沃伦·巴菲特；而鲍格尔这些详尽的教诲则能使千百万普通投资者在20年里变成邻居羡慕的对象。同时，在这样一个多事之秋，还使我们可以高枕无忧。”著名经济学家保罗·萨缪尔森如是说。



www.wiley.com

Copies of this book sold without a Wiley sticker
on the cover are unauthorized and illegal

汇添富基金——长期投资致胜的选择

本社网址：www.sufep.com

ISBN 978-7-5642-0378-8



定价：42.00元